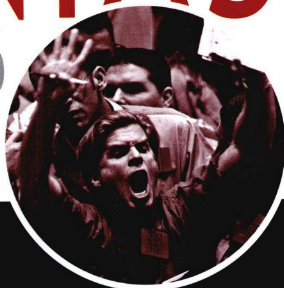
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

MANIAS

PANICS AND CRASHES



疯狂、惊恐和崩溃

格(Charles P.Kindleberger)
obert Z.Aliber) / 著

金融危机史（第五版）

A History of Financial Crises

Fifth Edition

朱隽　叶翔　李伟杰 译

中国金融出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户



疯狂、惊恐和崩溃

——金融危机史

（第五版）

MANIAS, PANICS AND CRASHES
A HISTORY OF FINANCIAL CRISES

(5th edition)


中国金融出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书 理想藏书55188

责任编辑：杨冠一
责任校对：刘　明
责任印制：丁淮宾

© This edition Charles P. Kindleberger and Robert Z. Aliber 2005
© Charles P. Kindleberger 1978, 1989, 1996, 2000
Forward © Robert M. Solow 2005
All rights reserved. No production, copy or transmission of this publication may be made without written permission.
First published in English by Palgrave Macmillan, a division of Macmillan Publishers Limited under the title Manias, Panics and Crashes, 5th edition by Charles P. Kindleberger and Robert Z. Aliber. This edition has been translated and published under licence from Palgrave Macmillan. The authors have asserted their right to be identified as the authors of this Work.
北京版权合同登记图字 01－2009－1549
《疯狂、惊恐和崩溃——金融危机史》（第五版）中文简体字版专有出版权属中国金融出版社所有，不得翻印。

图书在版编目（CIP）数据

疯狂、惊恐和崩溃——金融危机史（Fengkuang、Jingkong he Bengkui：Jinrong Weijishi）/（美）查尔斯·P. 金德尔伯格，罗伯特·Z. 阿利伯著；朱隽，叶翔，李伟杰译. —5 版，—北京：中国金融出版社，2011.4
ISBN 978－7－5049－5816－7

Ⅰ. ①疯… Ⅱ. ①查…②罗…③朱…④叶…⑤李… Ⅲ. ①金融危机—经济史—研究—世界 Ⅳ. ①F831. 9②F831. 59

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2011）第 019020 号

出版
发行 中国金融出版社
社址 北京市丰台区益泽路 2 号
市场开发部 （010)63266347，63805472，63439533（传真）
网上书店 http://www.chinafph.com
（010)63286832，63365686（传真）
读者服务部 （010)66070833，62568380
邮编 100071
经销 新华书店
印刷 北京松源印刷有限公司
装订 平阳装订厂
尺寸 160 毫米×230 毫米
印张 19.75
字数 290 千
版次 2011 年 4 月第 1 版
印次 2011 年 4 月第 1 次印刷
定价 48.00 元
ISBN 978－7－5049－5816－7/F.5376
如出现印装错误本社负责调换 联系电话(010)63263947

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

审视历史，回忆你身边发生的事，凝神思考所有你读过、听过或记得的个人或公众生活中的巨大不幸，你会发现，其中绝大部分都是因当事人不知道自己何时才是幸运的，何时应该安安静静地坐下来，安于现状。

——亚当·斯密（Adam Smith）

《道德情操论》（*The Theory of Moral Sentiments*）

有关惊恐与疯狂的著述如汗牛充栋，非我们的心智所能及。但有一点是可以肯定的，即在一些特定时期，总有许多愚蠢的人拥有愚蠢的钱……每隔一段时间，出于与当前目的不一致的原因，这些人的资本——我们称之为国家的盲目资本就会变得特别巨大而冲动。它在寻找某人吞食它时，就出现了“资金过剩”；当它找到吞食的人时，就出现了“投机”；而在它被吃掉后，就出现了“恐慌”。

——沃尔特·巴杰特（Walter Bagehot）

《漫谈爱德华·吉本》（*Essays on Edward Gibbon*）

在这一点上，我记得一位共和国要员对我说过的一番话：“我深知我的国家，她能默默地容忍任何事情，但金融危机除外。”

——雷蒙特·菲利普（Raymond Philippe）

（*Un Point d'historie：Le drame financier de 1924—28*）

我能感觉到它的到来，不论有没有证券交易委员会，一轮新的灾难性投机正在降临，所有我们熟悉的情景将依次上演——先是蓝筹股的繁荣，接着是对二线热点的追捧，随后是场外交易的火暴，再后来是新股发行的又一个垃圾市场，最后是不可避免的崩盘。我无法知道它何时降临，但我能感到它的迫近。该死的是，我却束手无策。

——伯纳德 J. 拉斯克（Bernard J. Lasker）

1970 年纽约证券交易所主席

引自约翰·布鲁克斯 1972 年所著《沸腾的岁月》

（*The Go – Go Years*）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

罗伯特·M. 索洛为本书撰写的序

查尔斯·P. 金德尔伯格（以下简称金德尔伯格）教授是一位令人尊敬的同事。他思维缜密、反应敏捷，对现实问题有着积极的思考且个性鲜明，尤为重要的是，他的观点生动而鲜明。他的这些特质在《疯狂、惊恐和崩溃》一书中随处可见。

我认为，金德尔伯格教授撰写的初衷是写一本自然历史，就像当初达尔文（Darwin）写《小猎犬航行之旅》一样，金德尔伯格教授在收集、观察、区分其所感兴趣的社会标本。本书的研究对象——金融危机，远比啮齿类动物、鸟类、昆虫更有现实意义。本书观点鲜明生动，论述深入浅出，这正是金德尔伯格行文的特点。作为一位经济史学家（Economic Historian），他并没有墨守成规，而是在不断寻找新的兴趣点进行研究。

当然，金德尔伯格也是一位学术功底扎实、实践经验丰富的经济学家。在对金融危机的研究中，他很快发现了金融危机的模式、规律、起因和影响。尤为吸引他关注的是经济危机中的非理性因素。金德尔伯格对金融机构和金融行为的相互作用也有着浓厚的兴趣。投机疯狂、市场恐慌和崩溃的不期而遇及其最终的规模也有赖于当时的货币和资本市场机制。

起初，金德尔伯格并未意识到金融危机会变得如此顽固，难以根治。自本书第一版推出后的二十五年中，国家银行体系变动之剧烈、汇率水平波动之大、资产价格泡沫膨胀之程度，均远远超过历史其他时期。在随后推出的新版本中，也不断有新材料充实进来。我们一位德国朋友提出了所谓的“万有法则”（The Law of Deterioration of Everything），尽管金德尔伯格对此十分钟情，但历史绝不仅仅是人类的非理性行为不断叠加的结果。不断积累的财富、便捷

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

廉价的通信工具、国内国际金融体系的不断演进，同样也扮演了不可替代的角色。在本版中，罗伯特·阿利伯新增加了第十三章，对以上专题进行了专门研究。金德尔伯格所开创的从经济史角度对金融危机进行研究的方法，将会成为永不过时的话题，也为后来者的研究提供了很好的方向。

“新金融体制”的框架，国内、国际最后贷款人的作用，以及由谁来监管最后贷款人等都是金德尔伯格教授所思考的问题。使最后贷款人更好地履行变革（至少改变）现行金融体制的作用，本书所总结的历史经验将十分具有启发意义。

本书所总结的一个普遍性的、应用性最强的教训是：非理性（irrationality）可能会胜过精确的计算（sober calculation）。从本质上讲，金德尔伯格教授是一位怀疑论者，他反对教条主义，对看似天经地义的理论体系持怀疑态度，不论对方是自由市场经济主义者（free marketeer），还是江湖骗子（social engineer）。事实上，金德尔伯格教授一直认为，置基本事实于不顾，而盲目依附于刻板的信仰，正是非理性的一种更加危险的表现，如果当局这么做，会危险尤甚。如果金德尔伯格教授这种富于包容性的批判精神能够被更多权贵所接受，我们对经济也就高枕无忧了。我在思考，目前对所谓“华盛顿共识”（Washington consensus）的激烈争论到底孰是孰非？自由浮动汇率制的优劣何在？不受约束的资本市场是如何形成的，其未来又将走向何方？

每位读者在读完本书后都会惊叹于资本的数量之巨，如波涛汹涌的洪流在我们的星球上奔流不止，甚至可能导致溃坝、决堤，造成灾难性的后果。由于已经超越了本书的研究范围，本书并未提及另外一个重要问题：多种形式的自由资本流动，贸易产生的巨额收益，到底带来了怎样的社会收益？金德尔伯格教授的研究领域涵盖国际贸易、国际金融和经济发展，因此，他对风险和收益有着更具实际意义的观点。希望本书的不断更新、再版能够进一步开拓其对这一问题的思考。

阿利伯修订的第五版保持了金德尔伯格教授一贯的基本风格，但与金德尔伯格教授天马行空的研究思路不同，他的研究风格似乎

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有些中规中矩。我们的生活中会涌现出更多的疯狂、惊恐和崩溃，希望读者能通过阅读本书对其有所防范。

罗伯特·M. 索洛（Robert M. Solow）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目　　录

第一章　金融危机：顽疾难医……………………………………………… 1
　投机狂热与信贷……………………………………………………… 8
　政策启示 …………………………………………………………… 13
　本书结构安排 ……………………………………………………… 16

第二章　危机典型剖析 ……………………………………………… 24
　历史学与经济学 …………………………………………………… 24
　模型 ………………………………………………………………… 25
　国际间传导机制 …………………………………………………… 30
　模型的有效性 ……………………………………………………… 33
　模型的现实相关性 ………………………………………………… 35

第三章　投机狂热 …………………………………………………… 38
　市场理性 …………………………………………………………… 38
　个人理性和市场非理性 …………………………………………… 41
　外部冲击 …………………………………………………………… 55
　投机对象 …………………………………………………………… 61
　投机本性的国别差异 ……………………………………………… 63

第四章　火上浇油：信贷扩张 ……………………………………… 66
　货币学派与银行学派 ……………………………………………… 69
　债务质量 …………………………………………………………… 74
　汇票 ………………………………………………………………… 77
　短期拆借资金（Call Money） …………………………………… 80
　金汇兑本位制（The Gold - Exchange Standard） ……………… 84
　信贷不稳定性和大萧条 …………………………………………… 85

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章 关键阶段 …… 92
预期变化 …… 92
警讯 …… 93
财务困境 …… 97
困境会持续多久? …… 101
危机的开始 …… 107
崩溃与恐慌 …… 113

第六章 经济繁荣与投机过热 …… 117
郁金香投机狂热 …… 119
股市与房地产市场 …… 121
商品价格、资产价格与货币政策 …… 126

第七章 危机的国际传播 …… 128
谁应为危机负责? …… 128
传导机制 …… 131
劣币危机（The Kipper – und Wipperzeit） …… 132
南海泡沫和密西西比泡沫 …… 133
1763～1819 年的危机 …… 134
1825～1896 年的危机 …… 137
1907 年的危机 …… 144
1929 年危机的国际后果 …… 145
亚洲金融危机的传播 …… 147

第八章 资产价格泡沫的国际传播：从东京到曼谷到纽约 …… 149
东京和大阪的资产价格泡沫 …… 152
日本资产价格泡沫形成的时点 …… 157
东京资产价格泡沫破裂的原因和时间 …… 160
东亚经济奇迹和亚洲金融危机 …… 163
理性繁荣和非理性繁荣 …… 165
滚滚资金（sloshing money）和资产泡沫 …… 170

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章　欺诈、骗局和信贷周期 …… 172
欺诈与狂热 …… 195
泡沫与欺诈 …… 197
贵族赌徒 …… 200
腐败的媒体（venal journalism） …… 201
可疑做法 …… 203
20 世纪 20 年代与 90 年代 …… 206
银行的诱惑 …… 206
恶有恶报——在 20 世纪 20 年代和 90 年代 …… 208

第十章　政策应对：任其发展，抑或另辟蹊径 …… 211
任其发展 …… 212
道义劝说（Moral Suasion）及其他措施 …… 216
拖延和银行假日 …… 217
关闭市场，暂停交易 …… 218
清算所票据 …… 220
银行合作 …… 221
1828 年的阿尔萨斯危机 …… 222
1857 年的汉堡危机 …… 222
债务担保：巴林银行危机 …… 224
存款保险 …… 227
财政票据 …… 229
银行监管 …… 230
运气：一点补白 …… 232

第十一章　国内最后贷款人 …… 233
概念的起源 …… 234
谁来担当最后贷款人 …… 237
给谁，给什么？ …… 244
何时，多少？ …… 247

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十二章　国际最后贷款人 …… 250
从历史角度看国际金融危机 …… 255
伦敦与巴黎：国际金融中心 …… 260
第一次世界大战后的最后贷款人 …… 262
布雷顿森林体系与国际货币安排 …… 268
条件（Conditionality） …… 275
墨西哥危机 …… 275
东亚金融危机 …… 276
美国与美元 …… 278

第十三章　历史的教训及最为动荡的数十年 …… 281
金融动荡的原因 …… 286
货币冲击和信贷市场冲击事件的后果 …… 291
国际最后贷款人能否带来改观？ …… 295

附录 …… 298

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章 金融危机：顽疾难医

20 世纪 70 年代初至今，各种大宗商品（commodities）交易价格的波动、货币汇率波动、房价及股价等资产价格的波动超过了以往任何时期。金融危机出现的频率之高、影响程度之大，也超过了以往任何时期。20 世纪 80 年代中后期，日本的房地产和股票价格泡沫迅速膨胀。同一时期，芬兰、挪威、瑞典等北欧国家房地产价格涨幅甚至超过了日本。90 年代初期，泰国、马来西亚、印度尼西亚及其周边许多亚洲国家的房地产价格和股票价格飞涨，仅 1993 年，这些国家股价的涨幅均达到了 100%。90 年代中后期，美国股市也经历了一轮泡沫化增长，以信息技术和互联网技术为代表的新型产业公司的股价受到了狂热的追捧。

“泡沫”一词本身就寓意价格变动和现金流向是不可持续的，最终一定会破灭。日本资产价格泡沫的破灭使得大量银行及其他金融机构难逃破产厄运，日本经济增长也陷入长达十年以上的停滞。泰国资产价格泡沫的破灭很快蔓延至周边国家，使整个区域股价骤跌。2000 年美国股市泡沫的破灭是个例外，股价在连续下挫几年后又重新回归上升行情。

在这一阶段，汇率的波动也异常剧烈。20 世纪 70 年代初，主流市场观点认为，由于之前几年美国国内的通货膨胀率一直高于德国和日本，美元汇率会出现 10% ~ 12% 的贬值。1934 年，美国政府作出 35 美金兑换 1 盎司黄金的美元挂钩承诺，但在 1971 年却突然宣布放弃这一承诺。接下来的几年间，虽然美国财政部不再买卖黄金，美元黄金平价仍然出现两次小幅升值。为维持布雷顿森林体系（Bretton Woods），1972 年国际社会达成的史密森协定（Smithsonian Agreement）提出了以钉住汇率制（pegged exchange rates）代替之前的固定汇率制，但最终这一协定仍以失败告终。1973 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

初，浮动汇率制（floating exchange rates）开始大行其道。在 20 世纪 70 年代，美元兑德国马克和日元的汇率都贬值了 50% 以上。20 世纪 80 年代初，墨西哥比索、巴西克鲁塞罗、阿根廷比索等许多发展中国家的货币都经历了汇率危机。1992 年下半年，芬兰马克、瑞典克朗、英镑、意大利里拉和西班牙比塞塔等发达国家的货币也经历了大幅贬值，很多货币兑德国马克的汇率水平都贬值了 30% 以上。1994 年末至 1995 年初，墨西哥进行了总统大选，在这一时期，墨西哥比索兑美元的汇率水平贬值了 50% 以上。在 1997 年夏季和秋季，亚洲金融危机使得包括泰铢、马来西亚林吉特、印尼卢比、韩元在内的多数亚洲国家货币大幅贬值。

各国之间的通货膨胀率差异会引起货币汇率的变化，但外汇市场上货币汇率的波动幅度往往远大于理论的波动幅度。20 世纪 70 年代至今，某种货币汇率“超调”（overshooting）或“调整不到位”（undershooting）的影响程度之大、影响范围之广，超过了以往任何时期。

在这一阶段，国际市场上大宗商品交易价格的波动也十分剧烈。以黄金为例，20 世纪 70 年代初，1 盎司黄金的价格为 40 美元，而到了 70 年代末，1 盎司黄金的价格飙升到 1,000 美元，80 年代末，又回落到 450 美元，而到了 90 年代末，又下跌至 283 美元。石油价格的波动也很剧烈，70 年代初，每桶石油的价格为 2.50 美元，70 年代末飙升至 40 美元，到 80 年代中期又回落到了 12 美元，在伊拉克入侵科威特之后，油价在 80 年代末又涨回至每桶 40 美元。

在 20 世纪 80 年代和 90 年代，倒闭的银行数量也超过了以往任何时期。一些银行倒闭的影响仅限于一国范围内，如纽约富兰克林国民银行和前联邦德国科隆的赫斯塔特（Herstatt）银行，它们都是由于在 70 年代初期豪赌汇率变动造成巨额损失而不得不宣布破产的。里昂信贷银行曾是法国最大的国有银行，也曾因信贷投放过快导致的贷款损失浪费了法国纳税人 300 亿美元。在 80 年代的美国，共有 3,000 家储贷协会和储蓄机构破产，给美国纳税人带来了超过 1,000 亿美元的损失。90 年代初，美国“垃圾债券”（junk bond）市场带来的损失也超过了 1,000 亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

20世纪80年代和90年代，大多数银行破产带来的影响是系统性的，一国所有或大多数银行和金融机构都被卷入其中。当日本的房地产和股票价格泡沫破灭时，日本银行业遭受的损失额比其全行业总资本规模大几倍，所有银行都不得不接受政府的接管。同样，当80年代初墨西哥及其他发展中国家的货币大幅贬值时，墨西哥及被危机影响国家的大多数银行都因贷款损失和汇兑损失而破产。90年代初，芬兰、挪威、瑞典等北欧国家的房地产和股市泡沫破灭时，其国内的大部分银行也不得不面临破产的境地。这些国家的很多国有银行也遭受了巨额损失，但由于涉及很多公共领域的贷款而得以幸存。1994年末，随着墨西哥比索的大幅贬值，墨西哥国内的大多数银行也无法逃脱破产的命运。1997年中期以后，席卷亚洲的金融危机导致泰国、马来西亚、韩国等很多亚洲国家的银行破产，只有中国香港和新加坡的银行幸免于难。

资产价格泡沫的破灭和本币汇率在国际市场上的快速下跌是导致金融危机和银行倒闭的主要原因。有时由银行危机引发外汇危机，有时由外汇危机引发银行危机。银行危机带来的损失是巨大的，可以从以下三个指标进行分析——银行损失额占该国GDP的比例、银行损失额占该国政府支出总额的比例、银行损失额对经济增速的影响。在日本经济危机中，总部设在东京和大阪的商业银行遭受的损失最终由日本纳税人埋单，其损失总额占当时日本GDP的比例达到25%以上。阿根廷银行在危机中的损失总额占该国GDP的比例高达50%以上，远远超过美国的银行在20世纪30年代大萧条时的情形。

银行倒闭主要集中在三个时期——20世纪80年代初、90年代初和90年代中后期。银行倒闭、汇率巨幅波动和资产价格泡沫这三者之间是相互关联的，皆由经济环境的迅速变化所致。20世纪70年代，通货膨胀率持续高位运行，美国消费物价水平的上涨幅度之大、持续时间之久为和平时期所罕见。投资者普遍存在的通货膨胀预期促使他们不断寻找能够保值的投资工具。而很多人当时都秉持“黄金是最好的保值工具”的信条，这也带来了黄金价格的持续上涨，甚至比物价上涨幅度高几倍。到70年代末，很多投资者因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为黄金价格不断上涨而不断买人黄金，而黄金价格也在投资者不断的买人行为中持续上涨。来自得克萨斯州的亨特兄弟垄断了白银市场交易，最终，这种贵金属价格在70年代的涨幅远远超过黄金。

在20世纪70年代末期，人们一致认为美国和世界性的通货膨胀趋势将继续。有分析师预言金价将上涨至2,500美元/盎司的水平。石油行业分析师以及石油公司的大额贷款银行都认为，到1990年，石油价格将涨至80～90美元/桶的水平。当时还有一种说法，1盎司黄金的价格大约相当于20桶石油。

在20世纪70年代，债券价格和股票价格的波动幅度超过了以往任何时期。在70年代，美元债券和美国股市的真实收益率都是负的。相反，在90年代，美元债券和美国股市的平均真实年收益率超过了15%。

墨西哥、巴西、阿根廷及其他发展中国家的外债总额由1972年的1,250亿美元飙升到1982年的8,000亿美元的水平。总部设在纽约、芝加哥、洛杉矶、伦敦、东京的国际银行争相为这些发展中国家的政府和国有企业提供信贷支持，外资银行在这些国家的贷款余额连续十年保持30%以上的增长率。当时的信念认为政府永远不会破产，因而这些贷款是安全的。在当时，发展中国家的借款人由于可以不断获得新的贷款，并利用这些现金流偿还以前贷款的利息，因此，它们按时偿还贷款利息的记录很好。

1979年秋，美联储推行紧缩的货币政策，美元债券的利率被迅速推高。通货膨胀预期转为通货紧缩预期，黄金价格于1980年1月见顶。一场严重的、世界性的经济萧条随之而至。

1982年，墨西哥比索、巴西克鲁塞罗、阿根廷比索等许多发展中国家的货币急剧贬值，股价暴跌，受影响国家的大部分银行都因为巨额的贷款损失而破产。

日本经济的持续繁荣带来了20世纪80年代日本房地产价格和股价的大幅上涨，《日本第一：美国的教训》（*Japan as Number One: Lessons for America*）成为当时日本国内最畅销的书。总部设在东京和大阪的银行的存款总额、贷款总额及资产总额等指标的增长势头远远好过了它们在美国、德国及其他欧洲国家的同行。世界最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大的十家商业银行中有七八家被来自日本的银行所占据。而到了 90 年代初，日本的房地产泡沫和股票泡沫相继破灭。短短几年间，日本大量的银行和金融机构破产、倒闭，有的虽在苟延残喘，但仅仅是因为人们相信政府不会对银行倒闭袖手旁观，会保护储户的财产安全的预期才得以残存。这是一个关于狂热（mania）和崩溃（crash）的故事，故事中没有恐慌（panic），因为人们普遍相信，政府会为银行的信贷损失埋单。

同一时期，挪威、瑞典、芬兰三个北欧国家也重蹈了日本资产价格泡沫的覆辙。80 年代中后期的金融自由化政策使得这些国家的房价和股价大幅上涨，但很快泡沫就破灭了，随之而来的是房地产价格和股票价格的大幅下跌以及大量银行的倒闭。

20 世纪 90 年代初，在准备加入北美自由贸易协定时，墨西哥曾被看做经济增长的奇迹。墨西哥银行推行严格紧缩的货币政策，使通货膨胀率在四年间由 140% 回落至 10% 以下，在此期间，几百家国有企业实施了私有化改革，商业管制也突然放开。较高的政府债券真实回报率以及对投资未来盈利前景的看好，吸引了大量外国资本进入墨西哥。人们普遍认为，墨西哥会成为供应美国、加拿大市场的生产基地，墨西哥低工资、低成本的优势对汽车、洗衣机以及许多其他的制造行业很有吸引力。外国资本的不断涌入使得墨西哥本国货币比索不断升值，墨西哥贸易逆差占 GDP 的比例达到 7%，外债总额占 GDP 的比例达到 60%，只能依靠新投资的流入偿付以前贷款的利息。1994 年，墨西哥举行了总统大选，政府也随之更迭，这一系列政治事件使得外资流入迅速减少。墨西哥政府无法挽救比索在外汇市场上的连续暴跌，在短短几个月的时间里，比索贬值超过 50%。比索的贬值带来了大量的信贷损失，几年前刚刚被私有化的墨西哥银行也不得不宣告破产。

20 世纪 90 年代中期，曼谷、吉隆坡和印尼的房地产价格和股票价格迅速上涨，被视为亚洲奇迹，一度被认为可以与之前被称为“亚洲经济四小龙”的中国台湾、韩国、中国香港和新加坡相媲美。低工资和低成本的优势吸引了大量来自日本、美国、欧洲的投资，就像墨西哥曾吸引了大量美国公司的投资而成为北美市场的生产基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地一样。来自欧洲和日本的银行在这些国家也投放了大量贷款。1996年秋季和冬季，泰国国内的商业银行发现由于其借款人无法按时足额偿还贷款本息，它们不得不承担大量的贷款损失。外国投资者大幅减少对泰国债券的购买。很快，泰国银行发现其无法稳定外汇市场的汇率水平，这一情形与30个月前墨西哥银行遭遇的情形几乎完全一样。泰铢汇价崩盘，大量资本逃离亚洲，使得其他亚洲国家的货币汇率也开始大幅下挫，幅度超过30%，只有港元和人民币保持了对美元汇率的稳定。印尼卢比的贬值幅度超过80%。如果按市值计价，亚洲的大多数银行（除了中国香港和新加坡的银行）在当时已经破产了。危机迅速由亚洲蔓延至俄罗斯，卢布开始大幅贬值，到1998年夏，俄罗斯的银行体系也面临崩溃的境地。投资者开始变得谨慎，他们抛出风险证券，买入相对安全的美元国债，这种避险行为使得风险证券和美元国债的收益率出现倒挂，这也直接导致了当时美国最大的对冲基金——长期资本管理公司的破产。

过去三十年各国发生的金融危机次数之多、数据资料之丰富远远超过以上述及的内容。我们无法对不同时期发生的危机进行比较，但有一条结论是确定无疑的，即在过去三十年间，金融危机发生的规模和程度超过以往任何时期。

20世纪90年代NASDAQ市场的泡沫

美国的证券交易有两条渠道：柜台市场（over－the－counter）和交易所市场。交易所市场主要由纽约证券交易所、美国证券交易所以及波士顿、芝加哥、洛杉矶等区域性交易所构成。一般而言，只有新设立公司的股票才会选择在柜台市场交易。大多数公司更愿意在纽约证券交易所挂牌交易，因为它们相信通过交易所交易会得到更大的交易空间和更高的交易价格，因此，即使承担一定的成本也心甘情愿。但90年代信息技术革命催生的以微软、思科、戴尔、英特尔等为代表的公司新贵却并不认同这种观点。它们并未选择在纽约证券交易所上市，因为它们认为柜台市场的电子化交易比纽约证交所的公开竞价交易更为先进便捷。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1990 年，在 NASDAQ 市场交易股票的总市值只及在纽约证券交易所交易股票总市值的 11%，而到了 1995 年，这一比例达到 19%，2000 年更是达到 42%。1990～1995 年，NASDAQ 市场总市值的年平均增长率为 30%，1995～1999 年，年均增长率更是达到 46%。一些股票在 NASDAQ 市场交易的新公司最终成为微软、英特尔一样的大公司，其股价的涨势也十分惊人。但与此同时，其公司利润/GDP 这一指标的上涨幅度只有从前水平的 2～3倍，因此，指望所有在 NASDAQ 市场上市的公司都成为微软一样的公司，这种可能性是微乎其微的。

20 世纪 90 年代中后期，美国经济出现一派繁荣景象，失业率不断下降，通货膨胀率持续走低，经济增速和劳动生产率不断提高。与之相伴的是，美国股价也出现了严重的泡沫。1990 年，美国政府财政赤字规模达到新高，而 2000 年，美国政府实现了创纪录的财政盈余。实体经济的优异表现促使股价不断攀升，而股价的上涨又促进了投资增长和消费开支，并推动了经济增长和政府财政收入的提高。

2000 年春，美国股市开始下跌。在接下来的三年内，美国股市下跌幅度达到 40%，而同期 NASDAQ 市场的下跌幅度更大，达到了 80%。

本书的一个重要观点是，20 世纪 80 年代末发生在日本的资产价格泡沫、90 年代中期发生在泰国等亚洲国家的资产价格泡沫与 90 年代中后期发生在美国的股市泡沫是相关联的。日本资产价格泡沫的破灭使得大量资本撤离日本。这些撤出的资本一部分流向泰国、马来西亚、印度尼西亚等东南亚国家，另有一部分流向美国。资本的涌入带动了资本输入国货币的升值，也推动了这些国家的房价和股价的上涨。随着东南亚金融危机的爆发，又一个资产价格泡沫破灭了。从东南亚国家撤出的资本又蜂拥进入美国市场，美元在外汇市场不断升值，美国贸易逆差规模由 1,500 亿美元扩大至 5,000 亿美元。

境外资本的涌入几乎总是会推高一国交易证券的价格，这是由

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于其国内投资者以很高的价格从该国证券原持有人手中收购资产，又将资产以更高的价格出售给外国投资者。资产价格在这种交易中不断上涨。资产就像“烫手的山芋”（hot potato）不断在各类投资者手中传递，在不断传递的过程中，资金不断流入，资产价格也不断上涨。

投机狂热与信贷

有关金融危机的著述的出版是反周期的，即金融危机的出现会使得相关著述数量大增。20 世纪 20 年代末以来，美国先是出现股市的大崩盘，随后又出现了经济的大萧条，关于金融危机的著述也层出不穷。二战后的几十年，即 1940 年至 1970 年间，危机难觅踪影，关于这一命题的著述也少之又少。

本书的第一版出版于 1978 年，当时正值美国股市在 1973 ~ 1974 年暴跌 50% 后，开始了连续 15 年的大牛市。股市的暴跌和美国经济的衰退使得宾州中央铁路公司（Penn - central railroad）、几家大型钢铁企业以及为数不少的华尔街证券经纪公司不得不面临破产清算。纽约市政府由于债台高筑而濒临破产，幸得纽约州政府出资相助才渡过难关。除非你本人是破产企业的高管或股东，或你就是纽约市长，否则，你并不会感觉崩溃曾是如此之近。

国际金融市场三十年来的剧烈波动也是本书第一版推出的大背景。20 世纪 80 年代，日本出现了房地产市场和股市的投机狂热，90 年代这一泡沫就破灭了。在同一时期，芬兰、挪威、瑞典等国的房地产市场和股市也相继出现了投机狂热和崩溃（crash）。90 年代中后期，美国股市出现了投机狂热，随之而来的是平均股价水平下挫了 40% 以上，对于那些投资安然（Enron）、世通（MCIWorld-Com）及互联网公司股票的人来说，这不啻于一场崩溃。我们可以对美国发生于 20 年代和 90 年代的危机进行比较分析，也可以对日本 80 年代发生的危机与发生于美国的危机进行比较分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

十大金融泡沫

1. 荷兰郁金香花球茎投机泡沫，1636 年。
2. 南海泡沫，1720 年。
3. 密西西比泡沫，1720 年。
4. 20 世纪 20 年代末的股票价格泡沫，1927 ~ 1929 年。
5. 提供给墨西哥及其他发展中国家的贷款泡沫，20 世纪 70 年代。
6. 日本房地产和股市泡沫，1985 ~ 1989 年。
7. 芬兰、挪威、瑞典的房地产和股市泡沫，1985 ~ 1989 年。
8. 泰国、马来西亚、印度尼西亚及众多其他亚洲国家的房地产和股市泡沫，1992 ~ 1997 年。
9. 墨西哥外国投资泡沫，1990 ~ 1993 年。
10. 美国柜台市场股票泡沫，1995 ~ 2000 年。

上述泡沫事件中最早的是 17 世纪荷兰的郁金香（尤其是珍稀品种的郁金香花球茎）花球茎投机泡沫。几乎在同一时期，拿破仑战争末期，英国和法国也分别出现过两次泡沫事件。19 世纪发生的投机狂热和金融危机，还常伴随着过度基础设施（如对运河、铁路等）投资和大量银行的破产。1920 ~ 1940 年，外汇危机和银行危机频繁出现。此后三十年间，股价上涨幅度超过了以往任何时期。房地产泡沫与股市泡沫经常同时出现，但有的国家只出现房地产泡沫，并未出现股市泡沫，如 20 世纪 90 年代末的美国股市出现了严重的泡沫，而其房地产市场却比较平静。

投机狂热通常来势凶猛，但它的出现并不频繁，在美国股市二百年的发展史中只出现过两次投机狂热。投机狂热往往伴随经济周期的繁荣阶段而爆发，这或许是由于投机狂热带来的亢奋情绪会刺激消费。经济过热时，资产价格泡沫可能有多种表现形式：有时是房地产价格的上涨；有时是股票价格的飙升；有时是一种或几种大宗商品交易价格的飞涨。无论何种形式的投机狂热都会极大地刺激消费和投资，消费提高和投资增长又会促进经济增长脚步的加快。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有先知预言经济增长是永恒的，甚至有更激进的观点认为不可能出现经济衰退，他们甚至认为市场经济中传统的经济周期观点也已过时了。经济增速的加快进一步激发了投资者和放款人的乐观情绪，资产价格快速上涨，至少在一段时间内是不断上涨的。

投机狂热，尤其是整个宏观经济的投机狂热会带来全社会对经济的亢奋情绪，信贷的过度投放使得企业飞速扩张，投资不断增加。20 世纪 80 年代中后期，日本的企业可以从其位于东京和大阪的关系银行那里得到无限的信贷支持，无限的资金（当陷入投机狂热时，资金几乎总是“无限的”）使得整个日本进入一场消费和投资的盛宴。日本人购买了近万件法国艺术品。来自大阪的一位不愿透露姓名的企业家以 9,000 万美元的价格拍下了印象派大师梵高的《加歇医生像》（*Portrait of Dr Guichet*），这创下了当时油画拍卖价格的最高纪录。三井物产株式会社（Mitsui Real Estate Co.）以 6.25 亿美元的价格买下了位于纽约的埃克森大厦（Exxon Building），尽管这桩交易最初的报价为 3.1 亿美元，但三井物产为了创下单幢建筑物最高交易价格的吉尼斯世界纪录，故意将成交价格推高了。90 年代中后期，很多美国新开设的信息技术公司和生物技术公司也获得了无限的风险投资，因为风险投资家们认定只要这些公司股票公开上市，他们就会获得巨额投资收益。

在投资亢奋时期，越来越多的投资者不愿再将资金投入到生产领域，而是希望通过地产、股票等资产价格的上涨获取短期资本利得。人们在房子开始建造前就贷款买入房产，希望房子完工后能够以更高的价格出售，赚取可观的利润。

这时，一些意外事件的发生（可能是政府政策的变化，从前一直被看好的公司意外破产等）会暂时中止资产价格上涨的势头。很快，一些过度依赖借款进行投资的投资者面临困难的境地，他们不得不出售其资产，因为资产本身为其带来的现金流不足以偿付其贷款的利息。随着资产价格跌破买入价，很多投资者变得“资不抵债”（under water）——他们持有资产的市场价值不足以偿还其未归还的贷款。这种被迫的交易不断出现，资产价格也一路走跌，惊恐和崩溃也就随之而来了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一国在经济出现泡沫时的经济形势就如同新手刚学骑自行车一样，骑车人必须保持向前骑行的节奏，否则，自行车就会倒。在出现投机狂热时，资产价格停止上涨后紧跟着的就是资产价格的快速下跌，没有稳定的中间过渡过程。资产价格的下跌会带来价格进一步下跌的担忧，整个金融体系也会陷入“不安”中。人们争相在价格进一步下跌前卖出资产，于是资产价格就会继续下跌，即出现预期自致型价格暴跌，即所谓的恐慌。包括房屋、建筑、土地、股票、债券在内的很多资产的价格跌至其最高价的 30% ~40% 的水平。大量银行倒闭，经济增速放缓，失业率节节攀升。

金融危机的特点各有不同，但其步骤和过程却非常相似。首先是资产价格的不断上涨，家庭财富随之水涨船高，家庭消费支出也随之增加，整个社会笼罩在亢奋的情绪下，认为这是“从未有过的机遇”。接着，资产价格涨至最高点，转而掉头下跌，泡沫的破灭带来商品、房地产、股票价格的大幅下跌，甚至出现崩溃或金融危机。有的金融危机并不表现为资产或证券价格的快速下跌，而表现为某些借款人债务的急剧增长。

本书的论点之一就是投机狂热和恐慌是由信贷供给的顺周期变化导致的。经济境况较好时，信贷供给快速增加；经济境况困难时，信贷供给显著减少。资产价格的大幅升值或汇率变化带来的短期投机狂热，很可能与该种资产的长期价格变化无关。20 世纪 70 年代初，每桶原油的价格为 2.5 美元，70 年代末，价格涨至 36 美元，这一价格上涨引发的投机狂热使得很多人预言原油价格会突破每桶 80 美元。在经济繁荣阶段，投资者的情绪会变得乐观，他们更愿意把握盈利机会，放款人也会更加偏好风险，投放更多的贷款。理性繁荣（rational exuberance）变为非理性繁荣，乐观情绪进一步刺激投资增长和消费开支上升。大家一致认为，“要在列车开动前挤上车”，超额利润不断出现。资产价格继续上涨，获取短期资本利得的期望使得更多的投资者买入资产，与此同时，更多的交易是通过信贷支持完成的。

本书所分析的金融危机通常影响范围较大，影响程度较深，一般同时或陆续影响多个国家。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"泡沫"一词特指投机狂热时期资产价格的不断上涨。最近，在日本等几个亚洲国家几乎同时出现了房地产泡沫和股市泡沫。20世纪70年代末期，黄金白银价格的急剧上涨是一种投机泡沫，但同时期原油价格的上涨就不是投机泡沫。其主要区别在于，黄金白银的投资者预期其价格会不断上涨，他们进行投资的目的就是通过购入并短期持有这类资产获得资本利得。而原油的投资者觉察到卡特尔的行为会对原油供应产生重要影响，海湾战争的爆发也会导致原油供应短缺和原油价格上涨。

连环信（Chain letter）、传销骗局（Pyramid schemes）、庞氏融资、投机狂热和投机泡沫

连环信、投机泡沫、传销骗局、庞氏融资和投机狂热几个词的含义或有相通之处。它们都是指今天的资产价格不可能延续到未来，因此，这种融资行为是不可持续的。庞氏融资甚至许诺给存款人的月收益率达到30%、40%或50%。采用庞氏融资伎俩的企业家通常声称自己发现了独特的生产工艺，因此能够获得更高的收益。因为有越来越多的人被其许诺的高收益率所吸引而将资金存入其中，因此，他们在前几个月能够兑现其承诺的高收益。但到了第四或第五个月，庞氏骗子们收到的资金不足以支付其应该偿付给以前存款人的利息，他们只能选择携款潜逃或者锒铛入狱。

连环信是传销骗局的一种形式，其程序一般是某人收到一封信，信中要求他将1美元（或10美元或100美元）存入某一账户（这一账户通常为传销骗局上层的账户），并在五日内将这封信转发给五个亲朋好友。收信人每存1美元，他就会在三十日后收到64美元的"投资"收益。

传销骗局销售的通常是某种债券、化妆品或滋补品，参与传销的人员根据其销售业绩计提报酬，与普通销售不同的是，他们将商品销售给参与传销的人员，再由他们将商品销售给其下家。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投机泡沫是指投资者投资房地产或证券资产的行为，其投资并不为了获得资产本身的回报，而是为了将该资产以更高的价格卖出获得资本利得。这是一种“博傻”（the greater fool）行为，每个人都认为自己不是最傻的人，都指望能找到愿意以更高的价格购买其股票或房产或棒球票的傻子。

投机狂热形容一种病态的投资行为，当某种投资品的价格上涨，交易量扩大时，投资者不顾一切地在价格进一步上涨前买入它。泡沫一词也隐喻了当该种投资标的的价格停止上涨势头时，很可能（甚至一定）迎来价格大跌。

连环信和传销骗局一般不会产生宏观上的影响，但会影响社会经济的某一方面或对进入这一骗局的投资者的收入分配产生影响。资产价格泡沫常常会影响整个经济环境，提升经济增长预期，从而增加企业和家庭的消费支出，最终迎来泡沫的破灭。

事实上，投机狂热总是伴随着经济繁荣而产生的，但多数经济繁荣并不必然伴随着投机狂热。投机狂热与经济繁荣之间的相关性并不稳定，对此，我们需要进行更多的研究。

另有经济学家认为，泡沫一词并不贴切，因为泡沫一词隐含这种不理智的行为是不大可能出现的，也是难以令人信服的，他们希望能找到别的形容词描述这种资产价格背离基本面的迅速上涨。20世纪90年代，在NASDAQ市场交易的股票价格之所以能达到如此之高，是由于投资者认为他们投资的公司也能复制微软、英特尔、思科、戴尔和安进公司的成功路径。

政策启示

投机狂热或投机泡沫的出现也引发了我们对政策的思考。政府应该推出相应的政策措施以平抑资产价格的上涨，减少危机发生的概率或破坏性；还是在资产价格开始下跌时采取措施对冲其对实体经济的冲击？事实上，大国都会指定其中央银行承担“最后贷款

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人”（lender of last resort）的职能，避免由流动性短缺转化为偿付危机（insolvency crisis）。流动性短缺会造成企业大面积破产，这时谁来充当国际“最后贷款人”为处于危机中的国家提供流动性支持以帮助其本币止住连续下跌的势头？

在金融危机到来时，很多原本被认为运行状况很好的企业也会出现严重的危机，甚至面临破产的境地，这是由于资产价格下跌和经济增速放缓给这些企业带来了巨大损失。当资产价格快速下跌时，人们希望政府通过其干预行为提供稳定的公共产品。在金融危机到来时，资产价格的下跌可能幅度很大、过程很快，甚至这种下跌是自我实现的（self - justifying）。当资产价格崩盘时，对巨额流动性的迫切需要会使很多企业和投资者面临破产的境地。而在这不安的经济环境下，投资者纷纷抛售资产的行为也导致资产价格进一步下跌。当这种情形发生时，最后贷款人可以提供稳定的融资支持，或者调控不稳定的融资行为。但如果投资者提前知道政府会在资产价格暴跌时出手相救，他们的投资行为可能会更加激进，危机的出现就会更加频繁，这是一个两难选择。

最后贷款人在处理市场崩溃和市场恐慌时发挥的作用充满了模棱两可与两难选择。在评论英格兰银行在1825年金融危机中的表现时，托马斯·乔普林（Thomas Joplin）这样说道：“有时不能打破现有规则及惯例，但有时却又难以完全照搬现有规则与惯例。”打破旧的规则建立新的规则，应根据当时的需要来进行。在这种情况下，干预不仅是一门科学，更是一门艺术。认为政府应当一直干预经济，或者政府永远不能干预经济的观点都是错误的。美国政府在1979年拯救克莱斯勒公司（Chrysler），1975年挽救纽约市政府（New York City）的财政危机以及1984年救助伊利诺伊大陆银行（The Continental Illinois Bank）时就曾面临这样的困境。类似的情况也出现在英格兰银行处理巴林银行（Baring Brothers）危机时。巴林银行新加坡代表处臭名昭著的交易员尼克·里森（Nick Leeson），利用隐藏账户进行期权违规交易，造成的巨大损失超过了当时巴林银行资本总额，这家历史悠久的银行也因此而破产。问题是无论何时，总有一些借款人、银行或金融机构会因巨额损失而破

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产，当面临这些情况时，当局真的应该出手吗？1994 年底，墨西哥金融危机爆发，美国政府充当了最后贷款人。而在 1998 年俄罗斯爆发金融危机时，美国和德国为其提供了大量的资金支持，但都不愿担当最后贷款人，最后还是由国际货币基金组织（IMF）出面充当最后贷款人。2001 年初，阿根廷爆发了金融危机，但这时的美国政府和 IMF 都不愿做最后贷款人了。以上一系列危机处置事件表明，应对金融危机仍是困扰当今经济的重要问题。

在我早年撰写的《衰退中的世界：1929～1939》（*The World in Depression*，1929～1939）一书中，已得出这样的结论：20 世纪 30 年代的经济大衰退之所以影响面这么大、影响程度这么深、延续时间这么长，是因为当时的国际金融体系缺乏一个国际性的最后贷款人。英国被第一次世界大战拖得筋疲力竭，20 世纪 20 年代的经济复苏也半途而废，这使得其当时的经济增长步履蹒跚，没有能力继续履行其 1914 年前的英镑金本位承诺。美国有能力、却又不愿意承担这一责任，当时还很少有美国人意识到自己能够在危机时承担责任。本书对国际最后贷款人的职能进行了较为深入的分析。

在经济过热与市场恐慌中，货币因素十分重要，稍后我们将以一定的篇幅对此进行探讨。在此，我们否定了货币主义者的观点（至少是某位货币主义者的观点）——只有当货币供应量稳定在固定水平上或保持固定增长率时，才能避免经济过热与市场恐慌。有时经济过热与信贷投放过度有关，但也并不皆然。稳定的货币供给增长率可能减少危机出现的频率，但并不能完全避免金融危机的出现。20 世纪 20 年代中后期，美国股票价格的增长率远超过同期货币供应量的增长率。90 年代中后期，在 NASDAQ 上市的公司的股价增长也比同期货币供应量的增长快得多。有的货币主义者认为，应区分“真实的”金融危机与“虚假的”金融危机，前者涉及基础货币（又称高能货币）的减少，而后者并不具备这一特征。基础货币变化时出现的金融危机应与基础货币不变时发生的危机相区别。

在本书的第一版中，最早分析的危机是 1719～1720 年南海公司股票泡沫和密西西比泡沫。在第五版中，我对危机的分析从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“30 年战争”爆发之际的 1619～1622 年普鲁士铸币危机背景下，1636～1637 年发生于荷兰的“郁金香泡沫”谈起。当时的荷兰人曾笃信，稀有品种的郁金香很难培育。因此，荷兰才会爆发郁金香花球茎的投资狂热，但事实证明，稀有品种的郁金香一经培育出来，很容易推广，因此，郁金香花球茎价格的大幅度下跌也就不足为奇了。

早期的经济史著述主要着眼于欧洲。本书探讨的距今最近的危机是 2001 年发生于阿根廷的金融危机。人们更关注 19 世纪英国的金融危机，主要由于以下两个原因：第一，伦敦在当时全球金融市场占据举足轻重的地位；第二，当时有关英国金融危机的论著最多。18 世纪，阿姆斯特丹在金融方面与伦敦旗鼓相当，甚至超过了伦敦。但由于多数人对荷兰文化了解甚少，因此这一时期关于荷兰金融危机的论述也并不多见。

本书结构安排

第二章介绍了本书的研究背景，阐述了一个关于投机、信用扩张、危机高峰时期产生融资困难、危机爆发，直至以市场恐慌与崩溃而告终的模型。这一模型是根据早期的古典学派观点设计的，古典学派认为贸易的过度扩张往往伴随着贸易的突然紧缩与信用剧减，持这一观点的人包括亚当·斯密（Adam Smith）、约翰·斯图尔特·穆勒（John Stuart Mill）、奈特·维克塞尔（Knut Wicksell）、艾夫因·费雪（Irving Fisher）等古典学派代表人物，而近期的代表人物则是已故的货币主义者海曼·明斯基（Hyman Minsky），他认为金融体系是不稳定的，是脆弱且易爆发危机的。明斯基的模型对于解释美国、西欧早期发生的一系列危机，日本 20 世纪 80 年代中后期的资产价格泡沫，泰国、马来西亚等东南亚国家 90 年代中期的金融危机以及美国 90 年代末的股市泡沫都有很强的说服力。

第三章重点对投机狂热进行了分析。这里的核心问题是投机究竟是有利于市场稳定的因素还是不利于市场稳定的因素——换句话说，市场是否永远理性。本章还对不同历史背景下引发投机狂热的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

外部冲击事件进行了研究，这些外部冲击事件包括战争的开始和结束、农业丰收、农业歉收、新市场的开发及科技的发展（铁路、电力、电子邮件的出现并被广泛应用）等。最近出现的对金融体系的一种特殊冲击就是金融管制的放松，或称金融自由化，日本、北欧、部分亚洲国家、墨西哥及俄罗斯等国都出现了金融自由化的趋势。放松金融管制已成为货币扩张、对外举债及投机性投资的助推器。

投资者进行投机的对象主要包括：出口商品、进口商品、国内外农业用地、城市建筑物、铁路、新银行、贴现所、股票（包括国内外发行的股票）、债券（包括国内外发行的债券）、热门股票（glamour stocks）、财团、摩天大楼、购物中心及写字楼等。投机性资产适度的过剩对经济并没有什么危害，只是个人投资者会因此承担较高的投资损失。但问题是经济繁荣时，是否仅在对两个或更多的资产进行投机时才会危及金融稳定？例如，在农业歉收时对铁路或土地的投资过热，或同时在房地产市场和股票市场出现资产泡沫，是否只有这样才会危及金融稳定？

第四章探讨了经济过热与市场恐慌在货币方面的表现。我们应注意到，经济繁荣或市场恐慌往往由货币事件引起——包括重铸货币（recoinage）、贵金属的发现、复本位制（bimetallism）下黄金与白银比价的变化、某一股票或债券的意外成功发行、大规模的债务转换导致的利率急剧下降以及基础货币迅速扩张等。另外，利率的大幅上升也会导致脱媒（disintermediation）而给经济带来麻烦，存款者将资金不断从银行与储蓄机构取出，银行持有的长期资产的价格也会不断下跌。金融领域中的创新与生产过程中的创新一样，对金融体系形成冲击，并导致对某些金融服务的过度投资。

本书要强调的一点是，在任何时候，通过货币机制（money mechanism）解决投机过热和投机泡沫问题都存在极大的困难。货币是一种公共产品，但货币安排却可能存在党派之见。对银行业的监管则更加困难。现代货币主义者坚持认为，过去发生的许多甚至大多数周期性困难都是货币调控失灵的结果。不可否认，这种错误经常发生且情况十分严重。但本书第四章的分析也指出，即使货币

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

供应能够完全贴合实体经济的需要，并能完全避免错误，货币机制也难以长久保持正确的状态。每当政府制造出一定数量的公共产品——货币之时，公众就将采取一系列措施以获得更多的货币，正如律师会不断发现税法中的漏洞，税法也会不断堵上漏洞一样。货币从硬币向银行钞票、票据、银行存款、融资券的转化过程就说明了这一点。货币学派关于货币供应量保持固定的必要性方面的论述可能是正确的，但它们相信货币供应量可以永远保持不变这一点显然是错误的。

第五章描述了危机在国内的表现。其中提出的一个问题是，经济过热是否会因官方警告（包括道义劝说与强烈呼吁两种手段）而终止。大量事实表明，经济过热难以通过官方警告终结，有时遏制危机的警告刚刚推出，危机就爆发了。1996 年 12 月 6 日，时任美联储主席阿兰·格林斯潘（Alan Greenspan）的一番话引起了金融界的广泛关注，他认为纽约证券市场出现了“非理性繁荣”（irrationally exuberant）。当时的道·琼斯工业平均指数为 6,400 点，之后攀升至 11,700 点。1929 年 2 月，保罗·沃伯格（Paul M. Warburg）也曾发出过类似的警告，但未能减缓股票价格的上涨势头。本章还对导致经济过热出现转折的冲击事件的性质进行了讨论，如机构倒闭、挪用公款或市场传言、中央银行大幅提高再贴现率以阻止资金进入国内外流通领域的行为等。在此之后，各类资产价格交替下跌并相互作用，影响金融体系流动性，最终爆发经济崩溃。

第六章讨论了经济过热和市场恐慌在国内的蔓延。历史经验表明，某一市场的繁荣会蔓延至其他市场。“休斯顿房地产市场的繁荣可能是原油市场繁荣的反映。”但当两种或两种以上商品或资产成为投机对象时，金融危机将更加严重。当经济崩溃爆发时，即便货币供给未出现变化，崩溃也会对银行体系产生冲击，使得银行对信贷进行配额控制以避免出现巨额贷款损失。1921 年和 20 世纪 20 年代末，纽约的股票市场与商品市场间的联系尤为密切。80 年代末，日本、挪威、瑞典、芬兰等国家出现的危机也是如此。

第七章我们转而讨论经济过热与危机的国际传播。国际市场通过多种渠道联结在一起，这些渠道包括贸易、资本市场、热钱流

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动、中央银行外汇与黄金储备水平的变动、商品价格波动、证券价格或各国货币汇率的变化、利率变化以及投机者狂热或失望情绪的直接传染。有的危机是区域性的，有的则是国际性的。是什么导致了其中的区别？举例而言，1907 年发生于纽约的市场恐慌是否给巴黎市场也造成了压力，甚至传播至都灵，造成存款挤提，从而加速了意大利社会银行的破产？在这一点上也模棱两可。某一金融中心收紧银根既可能吸引资金进入，也可能排斥资金进入，这主要取决于市场对利率上升所发生影响的预期。如果预期收紧银根的政策缺乏弹性——不担心爆发危机或货币贬值——那么贴现率上升将吸引更多境外资金的流入，并提供确保流动性所需的资金；如果预期收紧银根的政策行为富有弹性——预期将导致价格下跌、机构倒闭或货币贬值——那么提高贴现率就会导致外国投资者更多的资金抽出，而不是资金流入。这一麻烦在人们的经济生活中十分常见。某一商品价格上涨后，对未来价格下跌的预期可能会使消费者推迟购买该商品，或对未来价格进一步上涨的预期使消费者加速购买该商品。即使预期中央银行的政策行为缺乏弹性，人们能对中央银行贴现率上升的政策行为作出正确反应时，政策推出与市场发生反应之间也会存在时滞，这一时滞可能为危机爆发提供充足的时间。

牢狱、罚金与破产：20 世纪 90 年代经济繁荣背景下美国公司的金融决策

安然公司是 20 世纪 90 年代美国经济繁荣的典型代表。该公司从一家常规天然气配送分销公司变身为横跨天然气交易、石油、电力、宽带、水利与发电等多重业务领域的金融企业。为保持利润增长、维持股票价格，从 90 年代末期开始，安然公司管理层借助表外融资工具充实资本金，实现公司业绩增长。安然公司持有大量的期货多头合约，并不断通过推高期货价格维持其经营业务的高利润。曾为全球最有声望的会计师事务所之一的安达信会计师事务所（Arthur Anderson），也受安然事件所累而轰然倒闭。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国世通公司曾是全美成长性最好的通信公司之一。为维持利润的高增长，世通公司用于扩建电信系统工程有关的大量费用没有作为正常成本入账，而是作为资本性支出处理，这一会计“技巧”为世通带来了巨额“利润”——这就是轰动一时的世通丑闻。所罗门美邦（花旗集团旗下投资银行）的明星分析师杰克·格鲁布曼（Jack Grubman）在世通公司股票交易中发挥了重要作用。格鲁布曼的工作是撰写研究报告，并为投资者提供投资指导，在获知世通公司的财务欺诈后，他仍不断向投资者推荐该公司股票。事后，美林证券因投资报告舞弊风波承担了1亿美元的罚单，十家投资银行也为这一事件承担了14亿美元的损失。纽约证交所主席被曝获得超过1.5亿美元的薪酬包（compensation package）后不久便不得不辞职。纽约证券交易所提供股票买卖的场所，也承担市场监管的责任。但事实上，很多被其监管的上市公司的高管也是纽约证交所的管理人员，他们直接参与决定纽约证交所管理人员的薪酬水平。紧接着，为数不少的大型共同基金管理机构也被曝对上市公司造假熟视无睹。

这次危机期间被判入狱的人数远超过以往任何一次危机，很多人至今仍因未结案而在狱中等待法律的严惩。安然公司六位高管被绳之以法，安达信会计师事务所一名负责安然公司账目审计的高级合伙人也因欺诈而身陷囹圄。世通公司也有两位负责金融事务的高级管理人员被判入狱。玛萨·斯图亚特（Martha Stewart）也因妨碍司法公正而被判处五个月监禁。

引致金融危机的一个复杂且常见的途径是国内经济繁荣导致该国境外信贷发放的突然中止。1873年的德国和奥地利的危机都曾出现这样的情形，国内经济繁荣使得其流入境外的资金锐减，这也导致了美国杰·库克公司（Jay Cooke）的经营困难。在1890年的巴林危机中（Baring Crisis），由于在阿根廷遇到了一系列麻烦，英国不得不停止向南非、澳大利亚、美国和其他拉丁美洲国家的信贷投放。纽约股票市场在20世纪20年代末开始繁荣，这也使得美国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者购买德国和拉丁美洲国家债券的热情锐减，而这也导致了德国和拉丁美洲国家的经济逐渐滑向深渊。中止发放海外信贷很可能加速其他国家的经济衰退，而其他国家的经济衰退又会反过来影响本国的经济。

第八章为本书新增的内容，重点介绍了20世纪最后15年间三次资产价格泡沫间的联系。三次资产价格泡沫分别是20世纪80年代末发生于日本的资产价格泡沫，90年代中期曼谷、吉隆坡、雅加达等东南亚金融中心出现的资产价格泡沫，以及90年代中后期美国市场出现的资产价格泡沫。三次泡沫事件完全独立的可能性微乎其微，本章的重点就是揭示三次危机之间的系统性关联。我们认为，日本的资产价格泡沫是一系列事件的源头，90年代初这一泡沫破灭后，从日本市场撤出的资金开始涌入中国等亚洲国家市场和美国市场。随着来自日本市场资金的不断流入，这些国家的货币汇率和资产价格也累积了大量的泡沫。1997年和1998年，曼谷及其他亚洲金融中心的股价泡沫和房价泡沫也相继破灭。原本投放在亚洲的信贷资金出于止损的目的又涌入美国市场。美元汇率和美国市场资产价格在外国资金的推动下不断上涨，资金总要投到某个市场上，于是美国股市的价格水平就上涨到令人不可思议的地步。

第九章分析了经济过热及投机恐慌时出现的欺诈。20世纪80年代，美国大量储贷机构的破产及垃圾债券市场的过度发展，浪费了美国纳税人1,500亿美元。90年代，安然（Enron）、世通公司（MCIWorldCom）、泰科（Tyco）、达力智能源（Dynegy）、卡的尔菲亚传播（Adelphia Cable）等公司的破产如犯罪系列剧（rogue's galley）般上演。美国许多名声显赫的共同基金管理机构都被曝为对冲基金提供支持。经济过热时期，政府部门及官员的过失、渎职及贪污（政府官员的腐败）等行为一经揭露，往往会加速经济崩溃与市场恐慌。历史记录清楚地表明，欺诈是经济繁荣时期贪婪地追求财富的必然结果。例如，史密斯发现琼斯靠欺诈而发家，他也会如法炮制，越来越多的人又会步史密斯后尘，争相效仿其欺诈行为。随着货币体系的日趋紧张，金融机构流动性日趋收紧，未能得逞的欺诈行为终会暴露，很多骗子拿到钱就逃之夭夭。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十章和第十一章分析了国内的危机管理策略。第十章分析了危机对国内经济的影响，政府对危机有两种截然不同的应对策略，一种是选择袖手旁观，另一种是推出一系列政策措施干预经济。那些坚持认为市场理性、能够自我解决任何问题的人更倾向于政府无为而治。他们认为，只有经受过通货紧缩和企业倒闭的经济才是健康的，因为只有这样才可避免经济繁荣时期可能犯的错误。另一种极端观点是通过一系列政策措施干预经济，应对方法包括增加假期，延长银行假期、发放代价券（scrip）、为债务提供担保、发行政府债券、提供存款保险以及建立如美国的复兴金融公司（1932年）或意大利复兴机构（IRI，1933年）等特殊机构等。意大利文献资料将这一过程称为对银行和企业的“援救”（salvage）行动；1974～1975年，英国政府援救了一批处于危机边缘的银行，这一过程被称为“救生艇”（lifeboat）行动。

第十一章探讨了国内最后贷款人的相关问题——是否应该有一个最后贷款人？谁应该作为最后贷款人？最后贷款人应如何运作？“道德风险”是一个关键的问题，如果市场确信它最后将被拯救，其自力更生的能力就会削弱。但在另一方面，虽然可能对投资者带来负面激励，最后贷款人的存在的确能够阻止市场恐慌的蔓延，拯救即将崩溃的金融体系。如果存在一个最后贷款人，那么它应该拯救谁：仅仅是内部人，还是内部人与外部人一起拯救？仅在发生偿付危机时出手，还是在流动性不足时就未雨绸缪？在此，清偿能力在一定程度上取决于市场恐慌的程度与延续时间的长短。如果出现了巨大的金融危机，联邦存款保险公司（FDIC）或联邦储蓄与贷款保险公司（FSLIC）等机构会出手援救问题银行，如果最后贷款人出现资金不足的情况，能否立法增加其资本，就是一个政治问题了。这一问题在20世纪90年代的日本尤为尖锐，1990年日本股市的泡沫破裂，银行、信贷协会和其他金融机构发放的大量房地产贷款成为不良贷款，使政府面临着棘手的问题：税务负担到底增加了多少。更令人头痛的是，20世纪90年代的日本政府在决定如何应对危机、采取何种反应措施时，动作非常拖沓，决策时滞、政策执行时滞都很长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十二章从国内领域转向国际领域，探讨了国际最后贷款人存在的必要性。尽管在国际上，不存在任何一个政府或机构有责任维护全世界的货币稳定，但这一公共产品的提供还是很有意义的。美国政府曾两次出手援助墨西哥政府，第一次在 1982 年，第二次在 1994 年。美国政府有两大目的，一是让参加北美自由贸易协定（NAFTA）的国家更紧密地团结在一起；二是通过防止墨西哥金融体系崩溃，北美自由贸易区国家阻止了对一系列“新兴市场”国家（如巴西、阿根廷等发展中国家）信贷的崩溃。但市场并未真正认识到这些背后的动机。1997 年初夏，泰铢的贬值迅速扩散至亚洲周边国家，席卷了包括印度尼西亚、马来西亚、韩国、新加坡、中国香港和中国台湾在内的众多亚洲国家和地区。

最后一章试图解答两个问题。第一个问题是过去三十年世界金融业如此动荡的原因。第二个问题是国际最后贷款人能否改善现在的境况。20 世纪 40 年代成立的 IMF 填补了这一空白，充当了国际最后贷款人。20 和 30 年代的经济危机使得人们相信，国际最后贷款人的存在能够降低经济危机的危害。过去三十年，频繁爆发的金融危机提出了另一个问题，IMF 能否为各国货币提供足够的支持，以在危机爆发时配合各国货币政策的实施。

资产价格的暴跌会带来整个市场的恐慌，最后贷款人的存在可以有效地阻止这种恐慌情绪的蔓延，因此，最后贷款人是金融体制自身的要求。但必须区别于另外一种观点，即认为最后贷款人一定会在投资者过度扩张并遭受巨额损失时为其埋单。举例来说，市场对于纽约市是否会得到救助，由谁来提供救助的争论一直没有停息。这是一个精心设计的陷阱：最后贷款人总是会出面救助困难机构以防止出现不必要的通货紧缩，但它也总是使得市场对于援助能否及时到来或是否有援助感到怀疑，唯有这样，才可能向其他投机者、银行、城市或国家逐步灌输审慎经营的思想。在沃尔特的《候选人》（*Candide*）一书中，一位将军的脑袋被砍掉，仅仅是为了“鼓励其他人”。在此，我也主张采用一些花招、一些诡计来“鼓励”其他人（当然不会真的砍掉谁的头），这是为了克服货币原教旨主义给经济体系带来的高昂代价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章　危机典型剖析

历史学与经济学

历史学家们认为，每个事件都是独一无二的，经济学家们的观点则不同。他们坚持所有纷杂的数据和看似独立的事件之间都是有联系、有规律可循的。换言之，历史学研究具有独特性，经济学研究具有一般性。周期性是市场经济最为显著的特征，对工厂和设备的投资扩张会带来居民家庭收入的提高和国民收入增速的加快。宏观经济学就是致力于解释国民收入增速与其长期增长趋势间周期性变化规律的科学。

本章我们将构建一个一般金融危机模型。在后面的章节中，我们将阐述引发经济危机与经济崩溃的过度投机在不同阶段的表现，并辅之以大量的史料进行说明。值得注意的是，我们所构建的一般金融危机模型既包括了经济繁荣阶段，也包括了其后的经济衰退阶段，且重点考虑了经济周期与投资过热及金融危机间的内在联系。一般金融危机模型不同于通常意义下的经济周期模型，经济周期模型重在讨论经济扩张和萎缩的机制和频率：如基钦周期（Kitchin Cycle）关注存货变化，周期为 39 个月；朱格拉周期（Juglar Cycle）则研究对工厂与设备投资的周期性变化，频率为 7～8 年；库兹涅茨周期（Kuznets Cycle）分析了人口代际传承引致的住房投资周期性变化，周期约为 20 年。我们注意到，在 19 世纪的前六十多年间，金融危机的爆发较为规律，平均间隔期为十年左右（1816 年，1826 年，1837 年，1847 年，1857 年，1866 年），而在这之后，金融危机的爆发越来越不规律（1873 年，1907 年，1921 年，1929 年）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

模型

我们可应用海曼·明斯基（Hyman Minsky）的模型来解释发生在美国、英国和其他市场经济国家的金融危机。明斯基着重分析了信贷供应的顺周期变化，即当经济景气时银行信贷投放扩大，而在经济衰退时信贷供应规模收缩。当经济处于繁荣阶段时，投资者对未来持更加乐观的态度，调高各种投资工具的盈利预期，融资需求也会变得更加强烈。与此同时，资金提供方对投资工具的风险评价会降低，其自身的风险偏好会增强。因而，他们会更加愿意提供贷款，甚至一些原本认为高风险的投资项目也会获得融资支持。

而当经济景气度下降时，投资者的乐观预期会受到影响，他们的投资行为会更加谨慎，贷款损失的增加也会使放款人的放款行为更加谨慎。

明斯基认为，在经济景气时扩大银行信贷投放、在经济衰退时收缩信贷规模的顺周期行为会加剧金融体系的脆弱性，增加发生金融危机的风险。

明斯基的模型沿袭了古典经济学家们的理论，如约翰·斯图尔特·穆勒（John Stuart Mill）、阿尔弗雷德·马歇尔（Alfred Marshall）、奈特·维克塞尔（Knut Wicksell）和艾夫因·费雪（Irving Fisher）等，他们都曾对信贷供应不稳定性进行过深入的研究。与费雪一样，明斯基着重分析了高负债率借款人的行为，尤其是那些在经济景气时贷款购入不动产（或股票、商品）以获取短期资本利得的借款人。他们预期资产价格的上涨能够覆盖贷款购买这些资产承担的利息，才敢于从事这类交易。当经济增速放缓时，一些借款人就不得不面临资产价格上涨难以弥补借款利息的困境，这时，很多借款人只能选择低价时将这些资产割肉抛出，吞下投资失败的苦果。

明斯基认为，危机往往始于“错位”（displacement），即对宏观经济体系的外部冲击。如果这种外部冲击的规模足够庞大、影响足够广泛，那么，它将影响经济中至少某一个重要部门的盈利预期，从而改变整体经济的前景。在发现盈利预期较高的投资机会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后，企业和个人会借款购买这些投资工具，投资扩张带来经济增速加快，而快速的经济增长反过来会激发更加乐观的投资情绪。“日本第一”、“东亚奇迹”、“美国新经济”等都反映了投资者乐观的情绪。在不同的国家，表述方法或有不同，但实质却是一致的。

造成投机狂热的外部冲击的背景各有不同。如美国汽车生产的高速发展、与之相伴的高速公路网建设、从蒸汽化迈向电气化以及家庭电话的快速普及等都是造成美国 20 世纪 20 年代投机狂热的外部冲击；金融自由化政策以及日元汇率升值是导致日本 20 世纪 80 年代投机狂热的外部冲击；金融市场自由化造成的外部冲击导致了北欧国家（Nordic Countries）20 世纪 80 年代的投机狂热。

亚洲国家在 20 世纪 90 年代遭受了多重外部冲击，包括日本资产价格泡沫的破灭、日元升值导致日元流入增加以及本国金融市场自由化等。美国在 20 世纪 90 年代遭受的外部冲击包括信息革命、新出现的低成本沟通手段、计算机的大规模应用、无线通信工具及电子邮件应用的普及等。这种冲击可能是战争的爆发或结束，也可能是农业的丰收或歉收，也可能是一项新技术（如运河、铁路等）的广泛采用。此外，货币政策出其不意的变动也是一种重要的冲击。

如果外部冲击的规模足够大、影响足够广泛，盈利预期的实现至少会使利润对 GDP 增长的贡献增加。以美国为例，20 世纪 80 年代初，美国企业利润总额占 GDP 的比重为 3%，而到了 90 年代末，这一指标提高到 10%。美国企业利润总额增速比美国 GDP 增速至少快了三分之一，这也导致了美国公司股票价格的大幅上涨。

明斯基模型中的投机狂热是由银行信贷扩张推动的。而在 17、18 世纪时，银行尚未占据主导地位，个人信贷扩张和卖方融资（vendor financing）行为也会造成投机狂热。随着银行的发展，它们会通过信贷扩张不断扩大自身资产规模。19 世纪头几十年，银行不断增加钞票（银行券）的发行，并将其提供给借款人以牟利，这必然会带来信贷扩张。而为了与老银行竞争，新成立的银行往往会借助快速信贷扩张的手段获取市场份额；而老银行不愿失去其市场份额，也会采取类似的手段维持其市场份额。20 世纪 70 年代，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

欧洲银行对拉美国家提供的贷款数额就超过了美国的银行。

明斯基认为，这种银行信贷扩张的行为是很不稳定的。有时候，银行会欣然同意提供贷款；但有时，银行也会变得十分谨慎，甚至无视借款人的要求而将其晾在一边。

另外一个重要的政策讨论是对银行和其他信贷提供方的管制。一般而言，一国政府为控制信贷投放的不稳定，会对银行从事某些领域的贷款业务进行严格管制。但银行可以借助其设立的全资子公司从事原本禁止的业务，或将这些被管制的业务放到银行控股机构，以规避政府的管制。事实上，即便政府能够解决金融机构信贷投放不稳定的问题，来自私人机构的信贷供应同样会催生投机狂热。

假设社会对某种商品的有效需求增加，市场的力量很快就会导致该种商品的生产能力增加。其结果是商品价格上涨，新的盈利机会出现，更多的厂商与投资者被吸引进入该市场。此时产生了正向连锁反应，投资扩张增加了国民总收入，从而会刺激了更多的投资，国民总收入水平也会进一步提高。

明斯基认为，在这一阶段，整个社会笼罩在亢奋的情绪中。投资者预期商品或证券的价格会继续上涨，并不断买入以期赚取资本利得。当局仅仅觉察到经济出现些许异常，并开始关注可能出现的投资狂热。但很快，他们就会放松警惕，认为“这一次是不同的”，并会找出很多理由解释现实情形与上次危机时的区别。前任美联储主席格林斯潘 1996 年觉察到美国股票价格过高，一年后才注意到美国劳动生产率的飞速提高。劳动生产率的提高意味着企业盈利能力的提高，因此，股价上涨就显得合情合理了。

如果这一过程可以持续，那么就可以避免后来的金融动荡，但很容易产生亚当·斯密及其同时代人所称的“过度贸易”（overtrading）。现在，我们已经清楚了过度贸易的含义。它涉及对价格上升的纯粹投机，即对未来收益的过高估计，或“超高的杠杆率”（excessive leverage）。纯粹的投机是指购买商品的目的就是为了以更高的价格卖出，而并非为了使用。在涉及金融资产的情况下，投机则是指购买该类资产是为了以更高的价格出售，而不看中该资产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本身产生的收益。在经济繁荣阶段，笼罩全社会的亢奋情绪往往会使投机者对未来经济增长过于乐观，并夸大经济增长对生产和流通企业的影响，高估企业未来利润的增长。在20世纪90年代末，很多华尔街的证券分析员甚至预测美国企业的盈利水平会在未来五年保持年均15%的增长率（如果这一预测准确的话，五年之后，美国企业利润占GDP的比重会比历史最高水平高40%，这显然不合逻辑）。贷款损失的减少使得放款人的预期更加乐观，他们会降低其贷款的最低首付限额和保证金要求（margin requirements）。虽然银行的信贷投放在不断扩张，但由于借款人持有的不动产或证券资产价值上涨的速度更快，因此，借款人的杠杆率（负债与资本或权益的比率）在不断降低。

明斯基对融资行为的分类

明斯基将融资划分为三种类型——对冲型（hedge finance）、投机型（speculative finance）和庞氏型（ponzi finance）。这种划分是基于借款人未来收入和债务关系的稳定性而作出的。对冲型融资，是指债务人未来的预期现金流能覆盖贷款的利息和本金；投机型融资，是指债务人的现金流只能覆盖利息，若要贷款到期需要偿还本金，债务人就不得不争取新的贷款来偿还现有的贷款；庞氏型融资是指债务人未来预期的现金流连其贷款的利息都覆盖不了，需要依靠出售现有资产或举借新的贷款来偿还现有贷款的本息。

明斯基认为，当经济增速趋缓时，部分对冲性融资会变成投机型融资，部分投机型融资也会变成庞氏型融资。

庞氏型融资一词得名于卡洛斯·庞兹（Carlos Ponzi）。庞兹于20世纪20年代在美国波士顿近郊开办了一家小型贷款公司。庞兹许诺其储户，只要将钱放在他的公司满三个月，就可以获得每月30%的高收益率。在第四个月，储户新存入的资金无法偿付其许诺支付的利息，最终，庞兹本人也因此而锒铛入狱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

> 庞氏型融资是债务关系无法持续的代名词。债务人只能通过出售其资产或举借新债的方式偿还其以前贷款的利息。在很多庞氏债务合同中，利率高得惊人，年利率甚至达到30%～40%的水平，这种债务关系的持续就只能依赖新资金的不断进入，而且资金额要保持级数级增长。参与这种融资的存款人开始会满足于高额的利息，甚至会不提利息而直接将其计入本金，希望通过“息生息，利滚利”（earning interest on the interest）的方式赚取更多的利息，这也造成了新流入资金额的减少。但随着存款人将其利息收入变现提走，新流入资金的持续减少，这种债务关系也就难以为继了。

当看到别人从投机性买卖中获利时，很多企业和个人也会试图模仿。“没有什么事比眼睁睁看着一个朋友变富更困扰人们的头脑与判断力了。”银行为维持其市场份额会不断向各类借款人提供贷款。随着陷入此种局面的厂商与居民人数的日益庞大，那些原本对高风险业务不屑一顾的人也被卷入市场，对资本利得的投机就从正常的理性行为偏离为所谓的“投机狂热”或“投机泡沫”。

“狂热”一词强调这种投资行为的非理性；“泡沫”一词则隐喻了泡沫最终会破灭，价格迟早会崩盘。经济学家用“泡沫”泛指偏离了“经济基本面”（fundmentals）可以解释的价格水平，不管是向上偏离还是向下偏离，也不管其标的物是资产、证券还是商品。价格小幅偏离其基本价值往往被称做“噪音”。在本书中，泡沫是指价格的持续（15～40个月）上涨，超过了一定范围并破裂。任何有先见之明的人都知道，这种价格的持续上涨是难以为继的，崩盘不可避免。

20世纪的投机狂热和投资泡沫大多出现在不动产和证券领域。20年代中期，佛罗里达西南部的土地投资就曾出现过投机狂热。20年代后期，美国的股票市场也出现了前所未有的投机泡沫。80年代的日本，对不动产的投机导致了证券价格的飞速上涨。90年代，亚洲国家的投机泡沫同时出现在不动产和证券市场，不动产价格的飞涨迅速拉升了股价。而美国90年代末的投机泡沫主要出现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在股票市场，硅谷等地的不动产价格上涨也带来了不动产价格泡沫。70 年代的石油冲击使得得克萨斯、俄克拉荷马和路易斯安那等地的房地产价格出现泡沫，同时代的粮食价格飞涨也使得爱荷华、内布拉斯加和堪萨斯等美国中西部农业地区的土地价格出现泡沫。

国际间传导机制

虽然明斯基的模型着重分析了一个国家内部信贷供应的不稳定状况，但历史上发生的投机狂热大多会通过多种渠道蔓延至其他国家或地区。20 世纪 80 年代日本的投机泡沫就对韩国、中国台湾和夏威夷等地产生了重要的影响。韩国和中国台湾是日本工业链条的重要一环，日本经济表现好，它们的经济表现同样好，反之则反是。而夏威夷与东京就像迈阿密与纽约，是日本人观光度假的重要目的地。80 年代，日本人盛行购置第二套住房，并在海外大建高尔夫球场和酒店时，夏威夷房地产市场也经历了一轮空前的繁荣。

套利（arbitrage）行为也是冲击由一个国家传导至其他国家或地区的重要渠道。当一国某种商品价格发生变化时，由于套利行为的存在，其他国家类似商品也会出现相应的变化。正如苏黎世、贝鲁特、中国香港和伦敦的黄金价格变化基本趋同一样。一国某种证券资产的价格出现变化，其他国家与之相似的证券资产的价格也会发生相应的变化。

一国国民收入增加，必然会带来更高的进口需求，对于其他国家而言，意味着有更多的出口机会，从而带动其他国家国民收入的增加。资本流动的传导包括三个环节。证券资产的流出使得一国证券资产价格上涨，货币升值。

另外，还存在着纯粹心理因素的作用，例如，一国投资者对经济的乐观或悲观情绪将影响到另一国投资者。实际上，各国的金融中心（东京除外）在 1987 年 10 月 19 日同时出现了大崩盘，同时爆发的速度之快，已远远不能用套利行为、收入变化、资本流动或货币流动等原因来加以解释。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在金本位时代，人们通常认为在理想的状态下，黄金的大量输入会使得某国的货币供应量增加，另一国货币供应量减少，即在第一个国家出现信贷扩张，在第二个国家出现信贷收缩。但在当今世界，第一个国家的信贷扩张并不必然对应第二个国家的信贷收缩。这是由于第二国尽管货币储备减少，但国外价格的上涨与利润预期的提升将吸引投资者加入投机角逐，其经济仍可能繁荣。换句话说，由货币收紧导致的经济紧缩会被投机利益和因信贷需求增加带来的经济增长所抵消。

随着投机性繁荣的持续，利率水平、货币流通速度和物价都将继续上升。市场新进入者不断买入证券和不动产，这也使得原本拥有这些资产或较早买入这些资产的市场原参与者可以通过出售现有资产而牟利。这时，很多市场原参与者会接受现有的利润，出售投机商品。事实上，有新进入者购买资产，就一定会有原参与者出售资产。市场会在新进入者不断购买投机性资产和原参与者不断卖出投机性资产的交易中达到平衡。1928 年，纽约股票交易所交易股票的总市值年均增长率为 36%，八个月后，市值又增长了 53%。同样的情况也出现在 NASDAQ 市场，1998 年 NASDAQ 市场交易股票总市值的年均增长率为 41%，五个月后，市场总市值又增长了 101%。投资者蜂拥进入市场，就像争取在火车离开站台飞驰前挤上车一样。如果市场新进入者买入资产的意愿强于市场原参与者出售资产的意愿，资产价格的上涨就会持续。与之对应，如果市场原参与者出售资产的意愿强于市场新进入者买入资产的意愿，价格下跌就在所难免。

当市场新进入者购买资产的意愿减退时，资产出售者就会进入令人不安的“财务困境”（financial distress）阶段。财务困境一词来源于公司财务，当一家企业面临可能无法偿还其现有负债的情形时，人们就称这家企业处于财务困境。对于经济整体而言，也是同样的情形。由企业和个体投资者构成的投机群体会意识到，他们必须获得流动性支持——通过出售不动产或证券资产以收回现金。而这必将导致这些投机性资产价格的快速下跌。一些为投机而借入资金的借款人将不得不破产，因为价格下跌如此剧烈，他们持有的资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产市值已远远低于其当初购买这些资产时的借款额。一部分投资者会选择对价格下跌置之不理而继续持有这些资产，他们认为这种价格下跌是暂时的，价格可能很快就会企稳回升，就如在 20 世纪 90 年代的东京市场，几乎所有股票的价格都在不断下跌，仍有六家公司的股票逆市上涨超过 20%。此外，有的投资者会认为资产价格已经调整到位，正是逢低买入的时机。

但随着资产价格的继续下跌，越来越多的投资者逐渐或突然意识到，价格止跌反弹的希望非常渺茫，只能趁着价格进一步下跌之前撤离市场。如此，很多投资者便争相卖出其持有的资产，以换取现金，这种撤离将最终演变为一场资本溃逃。

危机往往被突然引爆，其信号包括：一家压力过大的银行或企业的倒闭，某人试图以不诚实的手段（如欺诈或挪用资金）来逃避压力行为的暴露，或主要投机性资产的价格下跌，往往表现为单一投机性资产的价格下跌。以上任何一种情况都会引发市场崩溃，资产价格进一步下跌，更多的企业和个人破产。有时，市场的流动性尚能保持有序，但随着市场参与者认识到只有这么多的钱，不可能每个人都在价格最高点售出时，市场恐慌便不可避免地爆发。在 20 世纪，人们用风云突变（revulsion）来描述这一阶段。商品与证券市场的风云突变导致银行在发放以商品和证券资产为抵押的贷款时谨小慎微。在 19 世纪早期，这一现象被称做信用骤停（discredit）。

过度贸易、风云突变和信用骤停——也许这些词都散发出过时的陈旧气息，也许它们不够准确，但的确生动地描绘了投资者情绪由乐观到失落的变化历程。

风云突变与信用骤停可能导致市场恐慌（德国人称之为“关门的恐慌”），人人都拼命要在大门关闭前挤进去。与投机一样，市场恐慌也会自行演变，直到以下三种情况中的一种或几种发生：（1）价格下跌到过低的水平，以致人们试图再次购买流动性稍差的资产；（2）当局对价格下跌幅度施加了限制，关闭了交易所，或暂停了交易；（3）最后贷款人成功地说服了市场，让市场相信其能够满足市场的现金需求。即使当局并未针对其他资产大量发行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

货币，市场信心也可能因此而恢复。因为仅仅是认识到可以获得足够的资金就足以缓解或消除人们的恐慌情绪，恢复市场投资信心。

对最后贷款人是否应该出面提供流动性以缓解市场恐慌情绪，从而扭转资产价格下跌的问题，目前还有争议。反对由最后贷款人提供流动性的观点认为，它的存在会鼓励投机交易。而赞成最后贷款人提供流动性挽救市场的人们则更多地考虑如何解决当前的危机，而不是如何预防未来可能出现的危机。在国内出现危机时，各国政府或中央银行有责任履行最后贷款人的职能。但在国际范围内，尽管有人认为自 1944 年布雷顿森林体系建立以来，国际货币基金组织就开始承担最后贷款人的职能，但事实上，既不存在一个世界政府，也没有任何世界性的组织具备足够的实力来支持其履行这一职能。

模型的有效性

明斯基模型的有效性受到很多质疑，主要有以下三种观点。第一种观点认为每次危机都有其独特性，各次危机之间的差异很大，很难用一般模型将其关联起来。第二种观点认为随着商业环境和经济形势的变化，明斯基的分析模型已经过时，无法再对当今的危机进行解释。第三种观点认为不可能存在任何资产价格泡沫，因为按照金融学中的有效市场理论，市场价格已充分反映了所有的市场信息。

现在让我们逐一剖析这三种观点。

第一种观点认为，每次危机都有其特定背景，都有其独特性，或者说，各次经济危机之间存在着很大的差异，应将它们区分为不同的类型，每一类型都有其特点。我们看到，在 19 世纪的前六十年和 20 世纪的后三十年，金融危机的爆发更为规律和频繁。如果将每一次危机都看成独立的、一系列偶然的历史事件的产物的话，不仅 1848 年和 1929 年的危机如此，本书列举的所有危机都是独立且有其特定背景和偶然性的。诚然，每次危机都有与其他危机不同的特点，如外部冲击的性质、投机标的物、信用扩张的形式、欺诈

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者的新花招、引发风云突变的事件等。但正应了一句法国谚语所说，“某一事物变幻越多，其本质就越难改变”。现象各有不同，本质却始终如一。

更有意思的是这样一个建议，应将真正的“危机”划分为几大类型，如按市场类型划分为商业危机、工业危机、货币危机、银行危机、财政危机、金融危机等，或按发生区域划分为所谓的地区性危机、区域性危机、国内危机和国际危机等。根据不同标准的分类还有许多。尽管这种分类有其合理的因素，但本书并不打算对危机这样划分。因为我们主要关心国际性金融危机，这些危机涉及一系列关键因素——投机、货币扩张、资产价格上升及随后的大幅下降以及对现金的争夺。我们的目的在于验证明斯基模型的有效性，证明这一模型可以帮助我们了解危机更多的特点。

第二种观点认为，明斯基关于信贷扩张不稳定的模型或许曾经是正确的，但如今的一切与当时已大相径庭。这主要是由于经济制度安排中的结构性变化导致的，这些结构性变化包括公司数量的增加、工会力量的增强和政府管制、现代银行业以及更为快捷的通信手段等。20 世纪 80 年代，发生在墨西哥、巴西、阿根廷等十余个发展中国家的债务危机就很好地印证了明斯基模型的有效性。这些国家都举借了大量外债，导致它们竭尽所能也无法偿还现有债务的利息，随着未偿还利息不断计入债务本金，它们的外债负担也不断加重，最后，终于不堪重负，爆发了危机。日本在 20 世纪 80 年代经历的资产（房地产和股票）价格泡沫并最终破灭的过程也印证了明斯基模型的有效。在当时的日本，贷款购买资产获得的平均年回报率比贷款利率高三至四倍。泰国、中国香港、印度尼西亚和俄罗斯等新兴市场也经历过泡沫膨胀并最终破灭的危机，研究其危机历程会发现，现金流动也遵循了同样的规律。

第三种观点认为，不可能存在资产价格泡沫，因为市场价格反映了所有的经济基本面，资产价格的暴跌往往是政府或中央银行“政策变动”的反映。如果经济基本面不出现大的变化，那么泡沫似乎就是羊群效应（herd behavior）和连锁反应——轻信的傻瓜们尾随着敏锐的内部人——的结果。但坚持市场有效性的经济学家们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

却认为这一观点有些“论据不足”（mis – specified），很多关键性的变量未纳入理论体系考量，并呼吁对其进行更加深入的研究。本书就阐述了坚持这种观点的学者们所忽视的一些因素。

对明斯基模型更有力的攻击来自阿尔文·汉森（Alvin Hansen），他声称明斯基的模型只适用于19世纪中期以前的经济情况，但随着经济环境的巨大变化，该模型在19世纪中期以后已不再适用：

建立在市场不确定性、商品投机、“过度贸易”、超额银行信贷，以及贸易商和商人心理因素的基础上的理论确实吻合了现代资本主义早期的“重商主义”或商业阶段的发展。但在19世纪行将结束之际，随着工业经济的发展……储蓄和投资已成为闲散资金寻求利润回报的主要出路。

汉森对明斯基模型关于经济周期和长期失业率的研究作了最重要的注解。他致力于对所谓经济周期加以解释，对其他学者的观点不屑一顾。汉森强调储蓄和投资间的相关性，但这种相关性并不足以推翻信贷扩张导致资产价格泡沫进而影响整体经济的观点。

模型的现实相关性

明斯基模型可应用于对外汇市场的分析。当一国货币被高估或低估时，很可能伴随着汇率“超调”（overshooting）或“调整不到位”（undershooting）的情形。这种本币对外币的汇率变动可能与长期经济基本面的变化相关，因此，即使中央银行大规模入市干预，仍难以改变其趋势。外汇投机会给一些企业和银行带来巨额亏损，而另一些机构则借此赚得盆满钵满。

回顾一下墨西哥、巴西、阿根廷等发展中国家的债务危机。1972年，这些国家未偿还的外债余额为1,250亿美元，而到了1982年，其未偿还的外债余额攀升至8,000亿美元。其中，外国银行贷款以年均30%的速度递增，外债总规模以年均20%的速度递增。外国银行贷款的期限一般为八年，贷款利率为LIBOR（伦敦银行间同业拆借利率）水平加一定幅度的升水。若不考虑最近

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

十年的利率水平上升，LIBOR 利率的平均水平约为 8%。也就是说，这些发展中国家每年新获得的贷款远远大于其应偿还的利息总额。因此，它们应该能够维持其外债偿还。

外国资金的流入会不断推动资金输入国货币的升值。资金输入国国际收支平衡表中的资本账户出现顺差，其贸易与经常账户则会出现逆差。显然，未来终有一天，通过新增贷款流入的资金不及该国为现有贷款偿付利息的资金流出，与此同时，资本项目的逆差必然要求贸易与经常项目的顺差予以抵补，只有这样，该国才能获得足够的资金偿付其贷款利息。当外国放款人拒绝提供新的贷款时，多数借款人不得不拖欠贷款本息的偿还。在墨西哥等发展中国家的债务危机中，共有约 2,500 亿美元的债务由于借款人无力偿还而注销，表面上看，注销的是债务的账面价值，实质上，注销的是借款人无力偿还的利息。时至今日，放款人仍未认真考虑这一问题——如果它们不再提供新的贷款，借款人就无法获得足够的资金偿还以前贷款的利息。

20 世纪 80 年代，日本的房地产价格上涨了十倍，股票价格上涨了六至七倍，1985 年至 1990 年的五年间，日本经济出现了空前的繁荣。投资房地产的年收益率高达 30%。很多企业意识到房地产投资的利润率远高于钢铁、汽车、电视机等实业投资，因此，它们从银行大举借款进入房地产投资领域。在当时，房价上涨幅度比房屋租金的上涨幅度高得多，通过购入房产并出租获利是根本不可能的，以房养房的借款人做的是亏本的买卖（negative carry）。投资者只能通过获得对现有房产的追加贷款来偿还以前贷款的利息。到了 90 年代初，新上任的日本银行行长要求各家商业控制房地产贷款占总贷款份额的增长。原本日本各家商业银行房地产贷款的年均增幅达到 30%，而在政策出台之后，房地产贷款的年均增幅迅速回落到 5% ~6%。很多企业和投资者无法获得新增贷款的资金支持，也就无法归还以前贷款的利息，他们不得不出售以前购买的房产，泡沫的破灭也就随之而来。

如今美国的外债规模庞大，这与墨西哥、巴西和阿根廷等国 20 世纪 70 年代的情形非常类似。这些国家当时的经常项目收支逆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

差使得它们无法获得足够的资金偿还外债利息。从这一角度看，美国的巨额外债也是难以持续的。

本书的研究对象是金融史，而不是对未来经济作出预测。但投资者似乎并没有从过去的经历中吸取足够的教训。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章　投机狂热

市场理性

本章标题中的“狂热”一词是指丧失了理性，甚至是某种近似于集体的歇斯底里或发狂的状态。狂热一词在经济史中十分常见，诸如运河投资狂热、铁路投资狂热、设立股份公司狂热、不动产投资狂热、股票投资狂热等。但经济理论和社会分析的一般前提都是个体和社会整体是理性的，这两者的观点如何才能协调一致呢？本章主要论述投资者对某种资产或证券的投资要求，接下来的第四章着重分析了信贷供给及其变化规律。

在一定意义上，“理性预期”（rational expectations）是一个技术性假定，它主要用于经济计量模型中，指当市场变量发生变化时，投资者能够充分意识到这些变化的长期影响并作出反应。至于投资者作出这种反应的原因，我们并不关注，或许是因为他们都长着“千里眼”，或许是他们都有超人的非凡视野。“价格包含一切信息”是指任何市场的任何商品的价格都会迅速、有效、充分地反映全部市场信息，没有天上掉馅饼的事。

与理性预期相对应的概念是适应性预期（adaptive expectation）。适应性预期认为，某些经济变量的变化取决于其现时的变化。“未来的趋势取决于你自身”（the trend is your friend），这句话也反映了这样一种观点，如果价格正在上涨，其未来很可能继续保持上涨趋势。适应性预期与理性预期的区别很明显。理性预期是从未来追溯到现在，即认为未来一周后（或一个月后）的价格水平决定了该商品现在的价格水平。根据理性预期假定，黄金现货市场价格是由黄金远期市场价格决定的，现货价格由远期预期价格按照一定利率（通常是无风险政府债券利率）折现得出的。美国与加

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拿大的利率水平不同，这一差异会导致外汇市场上美元兑加元汇率水平的变化，美元兑加元现在的汇率水平是由美元兑加元未来预期的利率水平根据两种货币的利差贴现而来的。按照理性预期学派的观点，如果美国政府为刺激消费和投资推行减税政策，这一政策将没有任何效果。其原因在于，投资者会意识到今天减税政策带来的巨额财政赤字会迫使政府未来提高税率，因此，他们会增加储蓄，以应对未来税收增加的预期。这样一来，政府通过减税刺激投资和消费的初衷也就无法实现。

作为一般性假定，投资者是理性的到底意味着什么？围绕投资者理性，有四种不同的假设。第一种假设认为大多数投资者在绝大多数时间的投资行为是理性的；第二种假设认为所有投资者在大多数时间的投资行为是理性的；第三种假设认为每一个市场参与者都具有同样的智商，共享相同的信息，有着同样的投资目标，并且头脑中应用的经济模型也是相同的；第四种假设认为所有投资者的所有市场行为永远是理性的。

以上四种假设各不相同，在不同假设前提下，投资者们在金融市场上采取的投资行为也各不相同。显然，相对于第四种假设（所有投资者的所有市场行为永远是理性的），第一种假设（大多数投资者在绝大多数时间的投资行为是理性的）更容易为多数人所接受。在讨论理性预期问题时，有以下两种完全对立的极端观点：一种观点认为投资者从来都不是理性的，另一种观点认为所有投资者永远都是理性的。哈利·约翰逊（Harry Johnson）按照对理性的不同理解，将经济学家区分为“保守派”经济学家和对改革国际货币体系饶有兴趣的“新锐派”经济学家，并将两派观点的分歧描述如下：

两大派别之间的区别可以概括如下。“保守派”经济学家常常这样说，“浮动汇率制度并未以我们所预料的方式运行，因此，选择浮动汇率制度是错误的，目前的世界金融体系并不是理性的，我们只能通过各国政府间的合作恢复固定汇率制，才能重新走上理性的道路”。“新锐派”经济学家却认为，“正如大多数市场体系一样，我们认为浮动汇率制是可以理性运行的。如果该制度并未以我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们预想的方式运行，那么，一定是我们对该制度实现良性运行的理解还存在缺陷。我们应该更加努力地理解有关最佳理性行为的理论以及该理论的经验结果，以充分了解这一制度”。第二派观点目前正广泛传播，并通过“新锐派”经济学家的行为付诸实践。

当然，理性只是一个假定，它更多地描述世界应该怎么样，而并非现实世界怎么样。长期来看，投资者是理性的这一假定是一个很有用的假定。用卡尔·波普尔（Karl Popper）的话来说，这一假定是“富有创造性的”的，它描述了不同市场价格变化的规律。从长期看，投资者的投资行为是理性的，因此，我们对经济行为的分析也在这一假设框架下进行。

对于理性假定的一种解释是某一商品的现货价格要与其未来一两个月（或未来一两年）的远期价格一致，并反映其仓储成本。否则，就会存在无风险套利机会。

罗格纳·纳克斯（Ragnar Nurkse）对19世纪20年代法国法郎兑德国马克的汇率变化进行了研究，得出的结论是外汇市场上的投机行为是不稳定的。但米尔顿·弗里德曼（Milton Friedman）对这一观点却并不认同，他宣称，在外汇市场上，不可能存在导致汇率不稳定的投机行为。原因在于所有的投机者都会采取“追涨杀跌”的投资策略，在价格上涨时买进、在价格下跌时卖出。持续亏损会使投资者离开市场，或者改变投资策略。根据达尔文自然选择的观点，这样的投资很难维持，因此，不可能存在不稳定的投机。如果投资者真的采取了这种投资策略，他们只会亏损。

尽管有时描述并不准确，有时描述过于夸张，但在历史的记载中常常可见对不稳定投机的描述。以下是从上述文献中摘录的片段：投机狂热……疯狂投机于土地……盲目的热情……金融狂潮……发疯……梦想迅速致富……憧憬……着迷的投资者……盲目……人们充耳不闻、熟视无睹……生活在愚蠢乐园中的投资者……轻信……过于自信……投机过度……贸易过度扩张……胃口过大……疯狂……疯狂扩张。

在谈到15～18世纪欧洲的日常生活时，费尔南德·布劳迪尔（Fernand Braudel）用了“疯狂”（crazy）与“激情”（passion）两

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个词形容当时人们的消费态度，但有时也用于描述人们对香料、流行服饰、知识以及购置土地的兴趣。

据说，在1866年5月黑色星期五倒闭的欧文伦德·吉尼（Overend Gurney）公司是由一些“自以为是的傻子”组成的。巴杰特（Bagehot）写道，“这些损失的产生是如此粗心和愚蠢，以至于人们认为，在伦敦城随便找一个小孩负责贷款也会比他们做得好。”

克莱范姆（Clapham）以典型的英国风格含蓄地讽刺了1890年的巴林公司：“这些企业及其投资者原本以为一定会获利，他们原本是十分冷静及聪明的，（但已经）超越了审慎的界限，而这些企业及其投资者却并没有意识到这一点。”

或者，我们可以回想亚当·斯密（Adam Smith）对南海泡沫的描述：“大量房地产业主享受着高额的资本利得。因此，很自然地，在其日常管理中出现了愚蠢、疏忽和挥霍浪费等现象，并盛行开来。在股票操作中的欺诈和铺张浪费表现为（也正是）工作人员的疏忽大意、挥霍浪费与营私舞弊。”

古典经济学家最后的代表人物是治学一贯严谨的阿尔弗雷德·马歇尔（Alfred Marshell），他曾这样写道：

> 鲁莽贸易的冲动很容易扩散到与其相关的人群……当市场上流传某家银行信用危机的谣言时，人们会疯狂地出售其持有的该银行的票据；他们会盲目地相信谣言，其原来不相信谣言也是盲目和无根据的。处于谣言旋涡中的银行原本可以逐步偿还贷款，但人们的争相挤兑往往会导致该银行的倒闭。一家银行的倒闭将引起市场对其他所有银行的信任危机，甚至那些原本十分健康的银行也随之倒闭。这一过程就如一座木屋着火后迅速蔓延至另一座，甚至将防火建筑也卷入火海一样。

个人理性和市场非理性

我认为，市场狂热与大众的非理性和从众心理（mob psycology）有关。理性的个人与非理性的整体之间的关系往往十分复杂。主要有以下几种不同的模式：（1）与心理学有关的模式，当市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上的所有参与主体的预期同时发生改变时，即心理学所谓的“集体思考”（group thinking），人们的投资行为容易陷入“领头羊”式的盲从模式。（2）在一个连续过程的不同阶段，人们对市场的看法可能发生变化，大多数投资者一开始是理性的，然后逐步不顾及现实情况。从理性到非理性的过渡过程开始可能较慢，后来会越来越快。（3）不同群体间的理性差异，不同的贸易商、投资者或投机者的理性就有很大区别。随着资产价格的不断上涨，每个群体中都会有越来越多的人开始变得疯狂。（4）所有的人都会认同“合成谬误”（fallacy of composition）理论。这一理论宣称随着时间的推移，投资者的集体行为并不完全是其群体内所有投资者个体行为的简单加总。（5）市场理性有时也会失灵，因为在面对突发事件时，对数量的估计将影响市场反应的性质，尤其是在突发事件与市场反应两者之间存在时滞时，这一影响尤为明显。（6）投资者和其他市场参与主体可能由于未考虑到特定或关键信息，或者刻意隐瞒了实际情况而采用非一致的信息，都会导致投资者选择错误的模型，而错误的模型也会导致非理性的出现。此外，欺骗和贪婪也会导致非理性，我们将在后面的章节进行讨论。

群体恐慌心理或者集体的歇斯底里是对理性的偶然偏离。一些经济学模型重点分析了这种示范效应（demonstration effect），就像史密斯为了超过琼斯，会通过透支满足其消费水平，至少暂时会选择透支消费。另一种效应是杜森伯利效应（Duesenberry effect），即史密斯和琼斯在收入增长时均会提高其消费支出，而在收入减少时均不愿削减其消费支出。在政治上，这表现为人们支持胜利者的从众效应，或在人们抛弃失败者时的“老鼠逃离下沉的轮船”（rats desert the sinking ship）现象——尽管如果轮船真的在下沉，老鼠的逃离是理性的。法国历史学家居斯塔夫·勒朋（Gustave Lebon）在其所著的《从众心理》（The Crowd）一书中对这一问题进行了广泛的讨论。查理斯·麦基（Charles MacKay）则在其著作《幻想与癫狂》（*Memoirs of Extraordinary Delusions and the Madness of Crowds*）中对南海泡沫进行了分析，并通过一个简单的例子进行说明，如一名银行家于1720年8月在第三次南海股票增发时认购了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值500英镑的股票，他在认购时说："当世界上的其他人都发疯时，我们只能以某种方式效仿他们。"

支持非理性理论的现代经济学家是海曼·明斯基（Hyman Minsky），他在讨论市场"发热"（euphoria）时指出，在"发热"早期，会出现一种过分乐观的情绪（也许是在经历了过度的悲观之后产生的，也许与太阳黑子、金星、火星异常现象等完全不相干的外部事件有关）。根据明斯基的模型阐述，过分乐观情绪的产生始于"外部冲击"，始于系统的某些结构性特征以及人类的错误。某些事件的发生增强了市场信心，导致市场盲目乐观，确信未来经济会繁荣，利润会增加，因此人们认为有必要进一步加大证券投资。结果，金融机构接受了在理性环境下一般不会接受的流动性较低的负债结构，经济开始扩张，并不断繁荣，直到出现经济过热。

20世纪70年代黄金价格的飙涨

1970年1月1日，每盎司黄金的市场价格不到40美元，到1979年12月31日，黄金价格飙升至970美元。从1934年至1970年，黄金价格与美元挂钩，固定在每盎司35美元的水平。70年代初，美元黄金比价被打破，黄金成了与原油、猪肉、鸡蛋一样的大宗交易商品，在大宗商品市场上自由交易（显然，黄金与其他大宗商品有着显著的区别，很多著作对货币史进行研究，但专门研究猪肉和鸡蛋的论述还是少之又少）。在20世纪70年代，通货膨胀不断加剧，黄金价格在1973年创下200美元/盎司的新高后回落至110美元/盎司，但在70年代后半期，很快又重拾升势。

有一句谚语这样说："黄金是最好的抗通胀工具"。在过去四百年时间里，如果用一系列商品来作为评价标准，黄金的价格（购买力）在长期内是固定的。与之相对应，在20世纪70年代，黄金价格的上涨幅度比同期消费物价的上涨幅度高得多。在整个70年代，原油、铜、小麦及其他大宗商品的交易价格都有明显上涨，但与黄金价格的飙升相比，还是小巫见大巫。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

> 在70年代末期，黄金价格不断上涨本身就是支持其继续上涨的重要原因。在当时，投资者根据黄金价格在周一至周四的涨幅预测周五的黄金价格。他们在周三买入黄金，并希望在周五就能以更高的价格卖出。“博傻理论”（greater fool theory）大行其道，有的黄金买家意识到黄金价格上涨带有大量泡沫，但还是期望在泡沫破裂前能够以更高的价格将黄金出手。
>
> 到90年代末，黄金的市场价格跌到不足300美元/盎司的水平，“黄金是最好的抗通胀工具”的信念仿佛又成为真理。从20世纪初至20世纪90年代末，黄金价格的年均增长率为15%，与美国商品物价的平均增长率相当。

艾夫因·费雪（Irving Fisher）和奈特·维克塞尔（Knut Wicksell）分别对非理性理论提出新的解释：他们强调实际利率过低。他们认为，在经济增长时期，消费价格指数会随之上升，但经济增长不及物价变动快，这就导致实际利率的下降。放款人可能忽视实际利率的下降，而产生“货币幻觉”（money illusion）。与之相对应，借款人并不会产生货币幻觉，他们能够清楚地意识到实际利率水平的下降。在实际利率下降、利润前景更佳且保持稳定的情况下，理性的投资者会不断增加投资，购买更多的股票和房地产（费雪和维克塞尔的解释对20世纪70年代名义利率和实际利率的变化提供了有效的注解）。

这一模型的有效性依赖于这样一个假设：两类市场参与者对货币幻觉的敏感性是绝然不同的。

低利率往往只是普遍现象的某一类特殊个例（如金融创新产品）。金融创新产品常常因“亏本出售”而定价过低，以使能获得市场认可，但过低的价格同样会导致过度的追捧。市场新进入者可能会承担更大的风险，因为他们会通过降价来打击竞争对手，提高市场份额。最显著的例子是杰·库克（Jay Cooke），19世纪70年代早期北太平洋地区支持铁路建设的最后一位杰出的银行家。其他的例子包括罗杰斯·卡尔德维尔（Rogers Caldwell），他在20世纪20年代末支持发展市政债券（municiple bonds）市场；伯纳德·马

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

库斯（Bernard K. Marcus），他在同一时代促进了美国银行抵押贷款业务的发展；以及20世纪70年代早期富兰克林国民银行的米歇尔·辛多纳（Michele Sindona）。

投机往往要经历两个阶段。第一阶段是理性投资阶段，居民、企业、投资者或其他主体对外部冲击的反应是有限且理性的；在第二阶段，资本收益在其投资交易中占据越来越重要的地位。“最初的要求只是获得高利息，但这很快就退位为第二位的要求。而原本排第二步的要求通过出售本金来获得高收益则升级成为第一位的要求。”在19世纪30年代的美国，人们购买土地最初只是为了增加耕地以种植棉花，然后，再通过高价出售棉花获利；而后来，人们购买土地只是为了日后售出以获取高额的资本利得。到19世纪50年代，农场主和种植园主都开始“消费”土地并对土地进行投机。他们购进的土地远远多于他们耕种的需要，多余部分作为对其种植土地价值下跌时的保值。在经济繁荣时期，原本稳健的做法被抛弃了，农场主通过抵押贷款购买更多的土地，而这一块土地又被抵押出去，通过贷款购买更多的土地，从土地增值中获利。19世纪30年代，英国的铁路投机热潮也分为两个阶段：第一阶段是1835年以前，铁路投资并未产生泡沫；第二阶段是1835年以后，铁路投资实际已成为泡沫投资。在第一阶段，铁路股票被创办人出售给地方商务部、贵格教派的资本家（Quaker capitalist）、精明的兰卡郡商人（Lancashire businessmen），他们既是商人又是产业家。也就是说，在这一阶段，铁路股票卖给了富人们，他们都期待着从铁路投资中获益。此时的股票不仅能实现5%～10%的红利支付，而且还可以满足随着工程的不断进展所带来的资金支付要求。在第二阶段，职业化的铁路企业（许多只对迅速骗取利润感兴趣）吸引了不同阶层的投资者，甚至包括妇女与传教士。19世纪70年代早期，奥地利首都维也纳的地产建筑投资也出现了同样的情形。人们购买土地的最初目的是为了进行建设，但后来，购买土地纯粹成了投机行为，人们仅仅为了未来将土地高价出售而持有土地。伊尔斯·敏兹（Ilse Mintz）记述了20世纪20年代美国纽约外国债券投资的两个不同阶段，1924年以前，外国债券的安全性很高，但随

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后，资产质量逐步下降。在20世纪70年代早期，对巴西和墨西哥的贷款是建立在对贷款人信贷安全的详细评估基础上的，而在这以后，银行越来越急于将款贷出，这些贷款项目的质量也越来越低。

就其本质来讲，这里颠倒了结果和过程，对结果的关注变成了对过程的关注。放款人对投放贷款满怀热情，却忽视了这个过程的结果，也没有考虑到如果所有放款人都停止提供贷款，借款人如何筹措足够的资金偿还其现有贷款的利息。初始阶段的垃圾债券市场还算理性，但随着垃圾债券发行量的不断增加，借款人的信用状况也每况愈下。

南加利福尼亚州的在建住房市场也曾出现过投机热潮。投机商利用通过抵押贷款购买刚竣工的或在建的住房，并将其以高价出售给另一个投机商，后者又继续出售，随着这一过程的延续，住房价格不断攀升，并于1981年达到了顶峰。后来出现了突然的崩盘，价格下跌了40%。1985年至1986年，波士顿出现了公寓“抢购热”，抢购公寓的人中有近60%是为了通过出售公寓获利而认购的。1988年，“抢购热”逐渐降温，这不禁让我们想起1881年发生于芝加哥的“购房热潮”（flat craze）。无独有偶，2003年芝加哥的房地产市场又经历了一轮暴涨暴跌，情形与1881年如出一辙。

投机具有两个阶段的事实也区分了两类投机者——内部人和外部人。内部人往往采用投机手段推涨价格，并在价格最高点或接近高点时将投机物品出售给外部人。而外部人则在价格最高时购进投机品，又在内部人压低价格时将其出售，外部人的损失等于内部人的收益，市场的总收益水平并没有变化，这是一个零和的博弈游戏。约翰逊指出每个不稳定的投机者必然对应着一个稳定的投机者，反之则反是。但职业内部人通过造成价格的上升及下跌来扰乱市场，并进行高抛低吸，他们确信自己能够把握市场趋势。在投机的第一阶段，他们被认为是“旁观者”（tape watchers），后来，他们又被称为“大势投资者”（momentum investors）。而外部人总是在高点买入，在低点卖出，最终成了投机游戏的输家。在输光筹码之后，他们又会回到其原来的生活，并将继续储蓄，并会在五年或十年后的另一轮投机热潮中重蹈覆辙。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拉利·维默尔（Larry Wimmer）关于1869年美国黄金动荡的一篇文章似乎表明并不存在不稳定的投机。这篇文章认为，古尔德（Gould）和费斯克（Fisk）的投机行为扰乱了市场，导致了市场的不稳定。他们首先推动价格上涨，在将外部投机者由市场稳定者转变为不稳定者之后，在高点时将投机商品卖出。他们的这种做法与不稳定的投机行为如出一辙。两类投机者所掌握的信息是不同的。早期，古尔德曾经试图说服政府驱使黄金贴水（升水）上升，以此来促使美元贬值，以提高粮食价格，而外部投机者却仍然根据他们的预期行事，其预期是根据过去的经验得出的，他们认为政府的政策将驱使黄金贴水下降，保持美元对黄金的可兑换性，并使美元黄金比价恢复到美国内战前的水平。9月16日，外部投机者抛弃了这一预期转而盲从古尔德的说法，大量买进黄金，使得黄金价格不断上升。另外，9月22日，古尔德从其合伙人格兰特总统的妹夫那里获知，外部投机者先前的预期是正确的，他设计的计划不会被政府采纳。因此，他开始大量卖出黄金。后来，外部投机者才发现他们原本对了，现在却错了。结果导致了1869年9月23日的"黑色星期五"，股票价格也在那一天崩盘。

另一个牵涉内部投机者和外部投机者的事件是"投机商号"（bucket shop）。1933年，证券与交易委员会（SEC）宣布此业务为非法以后，这个词似乎已经消失了，但事实上，很多早先经营投机商号人的继承人改头换面，以另外的形式——电话投机公司（boiler room）继续经营投机商号。要了解投机商号，人们必须熟读小说，如克里斯蒂娜·斯塔德（Christina Stead）在其小说《万国之家》（*House of All Nations*）中对投机商号进行了经典的描述。在一家投机商号里，内部投机者从社会公众那里获得公开买卖证券的订单，却并不执行，因为他们认定外部投机者的赌注一般都是错误的。同时，投机商号还有套期保值的优势：如果最终表明外部投机者是稳定的且是正确的，他们可以通过低买高卖而获利，万一失手，投机商号的操盘手还可以一走了之。在《万国之家》中，朱利斯·伯蒂伦（Jules Bertillon）于1934年逃到了拉脱维亚；而在今天，他可能会选择逃亡到巴西、哥斯达黎加或古巴。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投机商号演化为电话投机公司，这类机构向天真的投资者（untutored investors）承诺会快速致富且稳赚不赔。电话投机公司的所有者先设立一家企业，起初拥有这个企业几乎全部的股权。如罗伯特·布伦南（Robert Brennan）的第一泽西证券公司（First Jersey Securities）事实上就是设立了一系列电话投机公司并不断改变公司名称，但实质没有任何变化。他们的托不断抬高其股票价格，随着股价的不断增长，他们采用电话营销的方法将股票卖给小城镇的牙医。他们不断设法抬高股票价格，直至将该公司的大多数股票脱手，很多贪婪的投资者还在为其账面上的投资收益兴奋不已。当投资者试图将其利润变现时，他们才会发现，根本没人愿意接手他们的股票。

另一个有关高买低卖、具有不稳定性的外部投机者的例子是依萨克·牛顿（Isaac Newton）具有启迪意义的历史故事。作为一位世界级的科学家，他应该是理性的。1720 年春，他说道："我可以测算出天体的运动规律，但无法估计人类的疯狂。"因此，他于 1720 年 4 月 20 日出售了其所持有的南海公司股票，获得了 100% 的高额利润，总额约为 7,000 英镑。不幸的是，受那年春夏之季风靡全球的投机热的传染，他又在接近市场高点处买入了更多的股票，这一次，他损失了 20,000 英镑。许多经历过这类灾难的人都有这种非理性的习惯，最终他将这段经历抛诸脑后。在牛顿的余生里，他甚至不能再听到南海公司的名字。

但是，即使每一个参与者的行为看起来都是理性的，各个阶段的投机或内外部投机者的投机仍可能导致经济的疯狂扩张和恐慌。这就是所谓的合成谬误，即总体并不等同于其各部分之和。每个人的行动都是理性的或应当是理性的，但这并不意味着其他人会以同样的步骤采取行动。如果某人行动十分迅速，先于他人买进又先于他人卖出，他可能会做得很好，就像内部人所做的那样。在南海泡沫事件中，卡斯维尔（Carswell）描述了这样一位理性的参与者：

超过实际资本水平的额外增长只是异想天开；无论算术学如何发展，1 加 1 永远都不会等于 3.5。结果，任何虚拟价值都对应某些人或另一些人的损失，这种损失可能发生在虚拟价值泡沫产生之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前，也可能发生在泡沫产生后。对此，唯一的阻止办法是及早出售。要鬼捉不到，抢在人前逃（Devil take the hindmost）。

"要鬼捉不到，抢在人前逃"，"落后者被狗咬"（dogs bite the laggards）等类似的谚语都是医治投机狂热的良方。同样，我们可以类比在人头攒动的剧院中有人大喊失火时的情形。连环信的情形也与此相似，连环信不可能无限扩张下去，当然，并不是每个人都能及时脱身，只有少部分行动迅速者会在价格开始暴跌前全身而退。连环信骗局的早期参加者都相信自己是理性的，并且相信其他人也会认为自己是理性的。

与合成谬误极为类似的是初级经济学中的标准"蛛网"（cobweb）模型，在该模型中，我们通过比较静态分析，研究了需求与供给的滞后反应，正如在拍卖中的每个时点都实现了市场出清一样。"外部冲击"由那些改变了形势、延长了周期并改变了预期的一系列事件构成。在这些情况下，理性预期未能考虑到其他人作出类似反应的强度。比如，当前的社会由于缺少物理学家、数学家或教师，引得许多年轻人一拥而上选择学习以上专业。等到他们完成学业、能够胜任该岗位时，这些领域的求职者可能又人满为患了。也就是说，可能经过一段时间，该职业的市场供给增加了，工作机会不再富余，反而变得稀缺了。但只有当学习这些专业的学生毕业时，我们才能发现这些职业已经供大于求。再如咖啡、糖、棉花或其他大宗商品的稀缺也可能出现类似的过度反应现象：价格先是一路上升，然后一路下跌。原因就是很多人意识到这类物资的紧缺，生产有利可图，于是纷纷增加供给，后来却发现该商品已出现相对过剩。

经济过热和经济恐慌的历史中，有大量事例表明"蛛网"模型对外部冲击的反应具有不稳定性。1808 年，巴西市场开始向英国商品开放，短短几个星期的时间里，许多曼彻斯特商品被送进这个市场，数量比过去 20 年中消费的总和还要多。在这些商品中，甚至包括溜冰鞋和平底锅。正如克莱泛姆（Clapham）所述，19 世纪的经济学家们在解释商品疯潮（commercial madness）时往往会提到这件事。在 19 世纪 20 年代，西班牙殖民地纷纷独立，创造了向拉丁美洲新政府发放贷款、投资矿山企业股票并向该地区出口的过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

度繁荣。“投资需求会突然而至，也会戛然而止。但许多人都以为投资需求的增长将持续下去。”

19 世纪 30 年代，曾有过为时两年的蛛网波动。“每一个商人，当他们自己的商品在市场上出售时，都会忽略其他商人投入市场的商品数量”。19 世纪 50 年代的美国也出现了这样的情形，当时刚刚在加利福尼亚发现了金矿：

> 自 1849 年在加利福尼亚发现金矿之后，不仅美国，而且这个国家（指英国）也对加利福尼亚的黄金储量抱有过高、不切实际的期望。毫无疑问的是，这种期望成倍地扩大了这场危机带来的破坏力，并延长了它的持续时间。当时，伦敦和波士顿曾反复声明，每月有 6 条或最多 8 条中型轮船或滚装船的货物即可满足当地的需求或消费；但实际情况却与之相反，每月都有 12 至 15 条大型轮船从东方满载各式各样货物驶入旧金山。

另一个有些牵强的例子与葡蚜（phylloxera）有关，葡蚜毁灭了许多葡萄园，导致法国的葡萄酒生产倒退。与之相对照的是，19 世纪 80 年代，在公司上市浪潮中，随着一家又一家私人酿酒厂的上市，英国酿酒厂的股票日益抢手，原本纯私营的酿酒厂在第一次上市公司股票泡沫中通过出售股票赚得盆满钵满。其中，亚瑟·吉尼斯酿酒厂（Arthur Guinness and Co.）以 170 万英镑的价格被收购，随后又以 320 万英镑的价格被出售。“该公司股票发行的成功就像发令枪响一样；到 1890 年 11 月，另外又有 86 家酿酒厂首次向公众募集资金。”

近期的一个例子是第一次世界大战结束后的英国，当时，商人们认为战争的胜利确保消除了德国人在煤炭、钢铁、运输和棉纺织业上的竞争优势。工业品、船只、股票，甚至房屋的价格都纷纷上涨。大量公司被兼并，很多并购都通过贷款这一财务杠杆实现。然后，从 1920 年夏天到 1921 年第二季度的煤矿罢工才使人们如梦方醒。

还有三种情况游离于理性边缘。第一种情况与目标工人（target workers）有关，所谓目标工人是指那些习惯于某一既定收入水平的工人，当市场理性要求下调工资水平时，他们很难接受消费水平的降低。消费理论提到的杜森伯利效应就是指这种情况。在劳动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力供给理论中，它构成了“向后弯曲（backward - bending）的劳动力供给曲线”，这表明提高的工资水平并不会增加劳动力的供给，而降低工资水平却会导致劳动力供给减少。因此，提高劳动力供给的有效方法是降低单位时间的劳动报酬。在经济史著作中，这一原则被描述为“约翰·布尔可以忍受许多事情，唯独不能忍受工资水平下降2%”。约翰·斯图尔特·穆勒（John Stuart Mill）对此这样写道：

这种变化，始于非理性投机，以经济危机告终，随着资本的增长和行业的扩张，迄今为止其发生的频率并未下降，强度也未减弱。相反，可以说它们发生的强度甚至增强了。人们常常将其原因归结为竞争加剧。但我宁愿说是利润率和利率降低，使得资本家们不满足于普通但安全的产品收益。

在复辟终结、七月君主政体开始之初的法国，即1826年至1832年间，尽管“法国人并不信任非法资金”，但投机在当时的法国依然大行其道。土地所有者的资产收益率达到2.25%～3.75%；工业资本家们则希望其利润率比其固定资产投资的长期利率高2%～4%，也就是说毛利率达到7%～9%。原材料市场的交易商和投机者希望可以获得20%～25%的收益率。更早以前，查尔斯·维尔森（Charles Wilson）写道，荷兰人已从商人转变为银行家（银行家常因懒惰和贪婪而饱受诟病）；由于阿姆斯特丹的投资利率下降至2.5%～3%，他们逐渐养成了投机的习惯。1822年、1824年和1888年，公共债务的大规模转换（conversion）导致了利率的下降，这也使得英国投资者对外国证券胃口大开。正如安德雷斯（Andréadès）对英格兰的描述一样，“当利率下降时，英国的商业界并不愿放弃其现代生活模式，因此，为了追逐更高的利润它抛弃了正常业务，但也正由于如此，其承担了更高的风险……投机导致了灾难爆发，且最终必须由中央银行埋单。”

20世纪70年代，对第三世界银行辛迪加贷款的繁荣被1970年春季利率的大幅度下跌所打破。当时为了应对1970年股票市场的崩溃，美联储向纽约市场注入了大量资金，却发现其中的大部分资金被转移到欧洲美元市场，而后者的利率又进一步下降到更低的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

水平。因此，流动性好的银行开始四处寻找出路，最终发现了第三世界国家政府和国有企业，尤其是拉丁美洲各国政府急需资金，于是便一拍即合。20 世纪 60 年代，美国各大银行国际化的步伐明显加快，跨国分支机构的数量飞速增长。但由于当时墨西哥、巴西及其他发展中国家国内商品价格、名义收入水平和实际收入水平增长迅速，因此，其贷款利率水平也很高。而到了 80 年代早期，美元利率迅速攀升，商品价格快速增长，发展中国家的名义收入水平和实际收入水平却显著下降。银行是否本该预见到商品市场价格的崩溃是不可避免的？

第二种游离于理性边缘的情况是当经济情况变化时，人们寄希望于形势会有所改善，或能采取某些特别措施。首先，让我们关注纽约商品与证券公司、肯杨（Kenyon）、考克斯（Cox）、杰库克（Jay Cooke）公司于 1873 年 9 月 8 日、13 日和 18 日相继倒闭的事件，这三家公司分别向相关的铁路建设预付了资金（分别是位于密苏里、堪萨斯、得克萨斯、加拿大南太平洋和北太平洋地区的铁路）。由于当时柏林和维也纳不再向美国提供贷款，债券市场银根较紧，这些铁路项目难以通过发行债券募集资金完成已经开始进行的建设。类似地，由于面向德国的长期信贷于 1928 年终止，纽约的银行和投资公司通过短期信贷的形式继续为德国提供资金，而美国投资者的投资偏好也已从债券转向了股票。当人们骑虎难下，或是抓住了狗熊尾巴却难以挣脱时，往往寄希望于形势的改善，这在当时看似乎是明智的。

为避免遗漏，再注意一下在克里米亚战争时的情形，汉堡的银行向瑞典住房建设企业发放了大量贷款，以支持这些住房建设企业将大量物品走私运入俄罗斯。当战争结束、和平到来时，汉堡的银行却未能及时收回或核销这类贷款。瑞典则利用这些信贷投资于造船、工厂和矿山，这也直接导致汉堡陷入 1857 年的世界危机。

第三种情况是头脑中有一个理性模型，但这个模型却是错误的。最著名的例子就是法国的“马其诺心理防线”，尽管可能有人认为与无分布时滞相比，这不太像非理性预期的情况。“‘当一个人对某一个事物的看法固定时’，庞兹认为，‘他可能就与瞎子差

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不多了'"。巴杰特对马休斯也作过类似的评论："一旦对某一个事物的第一印象很深，就很少有人能够消除这种印象"。18 世纪 60 年代，在七年战争结束以前，汉堡的商人并未受到商品价格下跌的冲击。因此，1799 年，当拿破仑战争继续进行时，他们对 1798 年拿破仑大陆体系封锁渗透所致的价格下跌毫无防备。这里还有一个例子是 1888 年建成了铜业联盟的法国银行资本家和工业资本家，其联盟是在 80 年代早期的钢铁、钢轨铁路、煤炭和糖业卡特尔形成后形成的，它们深受南非钻石辛迪加集团和西班牙罗斯柴尔德（Rothschild）集团垄断水银业成功事件的影响（请注意，经济学家们根据 20 世纪 70 年代石油输出国组织的胜利，往往推断出在其他原材料和食品业中，价格也能被成功固定在较高的水平上）。1890 年，法国辛迪加拥有了 6 万吨高价铜，同时还有许多高价铜的订货合同，许多老矿井重新开张，到处都在进行废铜的回收加工，就在这时，铜的价格却开始暴跌。从每吨 80 英镑的最高点下降到每吨 38 英镑，此时几乎立即就要爆发危机，但 1889 年法兰西银行发放了 14 亿法郎的贷款，解救了这家企业，事实上，当时巴黎的商业银行并不情愿为这笔资金担保。

放松管制与金融自由化带来的金融创新也会成为一种外部冲击。20 世纪 70 年代早期，罗纳德·麦金农（Ronald Mckinnon）对"金融压制"理论发起了一场攻击。所谓"金融压制"是指发展中国家的金融市场相互割裂，以便于向政府发放优惠贷款，进行对外贸易，以及促进大企业的发展，而代价是抑制其他企业的发展。这个理论对本来已经受到芝加哥自由主义理论影响的拉丁美洲国家特别具有吸引力，它们纷纷实行了放松管制政策，但后果是新设了众多银行，信贷急剧扩张，通货膨胀加剧和更多的新银行倒闭。麦金农认为，从这次崩溃中吸取的教训是应认真设计放松管制的路径和次序。

在 20 世纪 80 年代的波兰和 90 年代初的苏联，这个问题再次出现。人们就社会主义经济向市场经济的转变，应一步到位迅速实现，还是应渐进式进行，以使市场适应消除管制的步伐的问题进行了激烈的争论。但一个社会主义经济向市场经济的成功转型，似乎取决于社会主义经济在转变为社会主义制度以前，在多大程度上继

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

承了其早期资本主义的制度背景。这一点波兰要远比俄罗斯强，后者由于长期实行社会主义，腐败严重，资本主义的制度记忆已所剩无几。这种制度传承对转轨成功而言，远比放松管制的速度和国有垄断资产私有化的速度重要。

地拉那（阿尔巴尼亚首都）仍有很多查理·庞兹式的人物逍遥法外

东欧国家在20世纪90年代初期经历了由指令性经济（command economies）向市场经济的转轨。在转轨过程中，国家对金融体系的管制大大放松。很多退伍军人通过高利率承诺（一般的月利率水平为30%）迅速发迹成为企业家。当时阿尔巴尼亚人将大量现金存在其国有银行的账户上，存款利率非常低。新成立的金融机构通过较高的利率可以迅速聚敛大量的存款。不同“银行”之间的竞争使得利率不断水涨船高。

有的阿尔巴尼亚人将自己的房子卖掉，获得现金后迅速存入银行，然后再从自己房子的买家处将该房子租回。银行存款的利息收入远远高于房屋租金。一般而言，他们房子的买家也就是那些许诺高利率的银行家们。后来，声势越来越大，侨居海外的阿尔巴尼亚人纷纷将钱从纽约、芝加哥、法兰克福汇回国内，委托他们在国内的亲朋将钱存入那些新开设的银行。通过银行存款获得的利息收入如此可观，甚至远远超过了普通人的薪金水平，很多阿尔巴尼亚人不再工作，靠获取利息度日。

一切看上去那么美好，但都会成为泡影。

关于纯粹的非理性，有两种典型的表现：一是社会将全部希望寄托于与当前情况无关的悬而未决的事件上；二是社会完全忽略它不愿考虑的事情。就第一种情况而言，1873年5月1日在维也纳召开世界博览会时，奥地利企业对它的盲目信任就是很好的例子。当时的奥地利企业过高估计了世界博览会带来的商机，对此进行了大量投入，很多企业的流动资产大大超过了流动负债，出现了严重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的财务危机。世界博览会召开的初衷是创造更多的商业机会，于是对会务工作投入巨额资金，以满足与会者的需求。银行信贷发放受到限制，融资方式向商品、土地、股票以及偿付债务取得资金转移，汇票背书的名单越来越长。不管怎样，整个体系都等待着博览会的开幕，人们认为（或至少是希望）将出现销售额的增长，以挽救整个经济形势。当博览会的开幕对销售额的促进并不明显时，市场就在5月5日至6日崩溃了。

至于对相互矛盾信息的压制——认识不一致的情况——可参考贝恩（J. W. Beyen）对德国20世纪20年代末未能有效限制短期外债扩张的分析。他指出，相关各方并未正视危险，甚至当时德国的财政大臣斯沙赫特（Schacht）也并未正视危险，“这种情况不是第一次，也不会是最后一次……良知受到了‘压制’（repressed）”。

以上事例都说明，摒弃理性假设的普遍适用性，即便市场的每一位参加者的行为都是理性的，市场仍可能（偶尔）出现不理性的情形。

外部冲击

外部冲击是指一些改变了时间段、改变了预期、改变了预测的利润机会和投资者行为的外部事件——“一些大多数时间里没有被预料到的突发事件”。例如，原油价格的上涨就是典型的外部冲击事件。未被预料到的货币汇率贬值也是一种外部冲击事件（虽然多数货币汇率贬值是会被预料到的）。外部冲击事件的影响规模很大，能够影响社会对经济前景的看法。现实社会每天所发生的事情都会给社会和经济前景带来一些变化，但只有很少的事件影响力够大，可以被称为外部冲击。

最重要的外部冲击就是战争。有的危机爆发于战争刚刚开始或刚刚结束之后，或者是战争结束后不久一些预期被证明是错误的之后。在战争之初爆发危机的最著名的范例就是1914年的8月危机。至于战争刚刚结束时爆发的危机，如1713年危机、1763年危机、1783年危机、1816年危机、1857年危机、1864年危机、1873年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

危机和 1920 年危机等都是典型的例子。此外，还有一系列危机给人们留下了深刻的印象，它们爆发于战争结束之后 7 ~ 10 年的时间，这段时间足以证明上次危机结束时的预期是错误的，这类危机包括：美国的 1720 年危机、1772 年危机、1792 年危机、1825 年危机和 1873 年危机（如果与独立战争联系起来），当然还有 1929 年的危机。

具有重大影响的政治变革也会影响制度与预期。例如，1688 年英国的光荣革命（Glorious Revolution）促进了公司的发展。到 1695 年，已有 140 家股份合作公司成立，总资本达 450 万英镑，其中 80% 的公司成立于 1688 年之后。到 1717 年，股份公司资本总额已达 2, 100 万英镑。为限制泡沫经济的进一步发展，1720 年 7 月，英国政府制定了《泡沫法案》，禁止在未获国会明确批准的情况下设立股份合作公司，这一限制直到 1856 年才废止。人们一般都将该法案视做对南海公司过度投机的反应。但卡斯维尔（Carswell）却认为，正是南海公司的努力才促成了该法案的通过，由于国王和国会都试图压制南海公司的竞争对手，他们担心随着投机泡沫的进一步滋长，竞争对手可能吸引走南海公司急需的资金。

类似的事件有很多，包括法国大革命、恐怖统治、执政政府和法兰西帝国时期，以及拿破仑战争本身，都发挥着外部冲击的作用，它们导致了 1792 ~ 1793 年和 1797 年期间市场的大规模变动，也导致了欧洲及其他地区的英国和殖民地商品市场的建立与关闭。在法国，类似于这样的政治事件是复辟时期（1815 年）、1830 年 7 月的君主立宪、1848 年的二月革命和 1852 年第二帝国的建立。在英国，外部冲击事件则包括 1857 年 5 月的印度籍英兵叛乱，以及随后发生的印度武装革命，这些事件都曾导致伦敦金融市场陷入困境。当一小批英国裁缝试图就新国民政府颁布的降低工资的法规进行罢工时，当局开创了让步的先例，其代价是 1931 年 9 月的英维格登（Invergordon）骚乱。这被欧洲大陆视做是对不可一世的英国海军的反抗，这一行动也导致英国决定放弃英镑钉住黄金的制度。

战争、革命、复辟、体制变革以及武装起义大多产生于经济制度之外，因此，人们在设计模型时大多排除了这些因素。货币与金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

融冲击就很难被看做外生变量。但受复本位制度（bimetallism）下金银比率的限制，重铸硬币十分困难，为了实现政府收益的最大化，有关当局对其进行了转换，而这种转换也出人意料地将投资者的注意力转移到其他投资标的上。结果证明，新的贷款方式获得的成功远超预期——这也应被视做外部冲击。

如前所述，1619～1623 年的普鲁士铸币危机得名于货币兑换商的行为，他们拿着来自于不断增加的铸币厂生产的劣币，摇晃着秤杆，试图从淳朴的农民、杂货商和工匠那里换取良币。这样一来，铸币的成色迅速下降，波及一个又一个省份，正如我们将在第八章中讨论的，这个过程最终持续到日常交易中所用的铸币全部成为无价值的劣币，必须重新铸造才得以终止。

德国后来的两次大型的重铸币事件为我们提供了反方向研究的契机。第一次重铸币发生在 1763 年，当时，普鲁士政府的弗雷德里克二世通过信贷从阿姆斯特丹购入白银，以铸造新币代替七年战争（Seven Year's War）期间成色已严重不足的旧币。在新币发行之前，他将成色不足的老铸币从流通领域回收，这引发了通货紧缩危机，导致贴现票据链条断裂。一百多年以后，也就是法兰西—普鲁士战争赔款以后，德国当局发行了新的货币，但为保护各方利益，这次发行在旧货币退出流通领域前就开始了。在三年的时间里，发行流通的货币总量从 254 亿第拉尔（相当于 762 亿马克）的水平增长了 3 倍，结果导致了严重的通货膨胀。

前文曾经提到过美国 1893 年的危机，这次危机产生于 1890 年《谢尔曼白银法案》颁布后，市场对黄金的可兑换性怀有疑虑，从而导致了危机的发生。英国 1822 年、1824 年、1888 年的债务转换也引起了市场类似的担心，引发了危机。唯有 1932 年英国政府的债务转换与住房建设市场的扩张有关，却没有导致危机。在法国，随着货币供应的扩张，1823 年以后也开始讨论将 5% 的统一公债进行转换，同时，由于投资者不愿溢价购买统一公债，公债利率下降了。当时的三大银行家对转债各抱有不同的目的：罗斯柴尔德希望藉此卖出更多的统一公债；格里法尔（Greffuhle）以及欧弗拉尔（Ouvrard）希望将投资者吸引到运河投资上来；拉斐特（Laffitte）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

则想藉此保证工业的发展。当时，由于政治上的障碍，该立法未能获得通过，市场也最终放弃了使统一公债保持溢价的目标。利率的这种大幅度下降带来了投机机会。法国政府利用私人资金修建运河，铁路建设热潮沿卢瓦尔、里昂和塞纳河蔓延，最终形成了四通八达的铁路网。但这次投机的主要目标是重点城市及其周边的建设——这些城市包括巴黎、米路斯（Mulhouse）、里昂、马赛和列哈维。巴尔扎克在其小说《赛查·皮罗多盛衰记》（*César Birotteau*）中描述了这段历史。该书写于 1830 年，描述了一位香料商受人怂恿，用借来的钱购买了梅德林（Madeleine）附近建筑股票的悲惨故事，结果“三年后他只能收回四分之一的初始投资”。

前文曾提到拿破仑战争、法兰西—普鲁士战争和第一次世界大战后通过贷款治疗战争创伤、支付战争赔款的成功案例。历史表明，每一次成功的证券发行，认购数量的成倍增长以及认购者迅速实现的价值增值都将吸引借款人、贷款人，特别是投资银行家的参与。1819 年的巴林银行贷款——“由英国证券公司签订的第一笔重要的外国贷款”——导致法国、普鲁士、奥地利，还有稍后脱离西班牙独立的美洲殖民地政府迅速发放了一系列贷款。梯也尔公债（Thiers rente）使得法国的银行机构对得到外国贷款的渴望非常强烈，这种渴望又受到了 1888 年沙皇俄国贷款转换的进一步刺激，后者拯救了德国投资者。但在 1917 年革命后，它却将法国投资者送上了绝路，送给他们的是悲哀而不是成功。1924 年的道斯贷款（Dawes loan）让美国投资者高兴地接受了外国贷款，而仅仅在五年前，他们对外国贷款还是采取回避态度。梯也尔公债的认购数量是发行额的 14 倍，而道斯贷款则是 11 倍。比倍数规模更为重要的是它对预期的影响。罗森伯格（Rosenberg）称 1854 年和 1855 年发生的三次法国贷款事件是具有重大意义的，因为这三次贷款的超认购倍数分别达到 2 倍（4.68 亿法郎对原计划的 2.5 亿法郎）、4 倍（21.75 亿法郎对 5 亿法郎）和 5 倍（36.53 亿法郎对 7.5 亿法郎）。但在奥地利和德国，当 19 世纪 50 年代的投机风潮盛行时，信用银行（Kredit Anstalt）新股发行的认购额达到原计划的 43 倍，很多人通宵达旦排队认购股份。而当 1853 年 5 月布鲁斯维克

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(Brunswick) 银行试图发行200万第拉尔股票时，在3小时内它就获得了相当于该数量112倍的超额认购资金。

正如前面所说的，近期主要的外部冲击事件包括对银行和金融机构管制的放松，管制的放松会催生更多的衍生产品（衍生产品很早就出现了，不过放松管制前规模很小）。共同基金和对冲基金借此可获得新的摄取财富的机会（当然也面临更大的风险敞口）。房地产投资信托基金（REITs），银行将贷款和抵押贷款都可通过证券化出售，私营企业首次公开募股也更加简便。

对金融机构管制的放松是导致20世纪80年代（尤其是80年代后半期）日本资产价格泡沫的重要诱因。每一家日本银行都关注其资产规模和存款规模的增长，每一家银行都希望将资产蛋糕做大，这意味着每家银行都努力使其贷款规模增长得比其他银行快。

20世纪20年代的科技革命带来了一系列的外部冲击，汽车产量的爆破式增长、美国大部分地区实现电气化、电话网络的快速延伸、影院数量的急速增加、收音机的出现等都是重要的外部冲击事件，也催生了大量的投机资本。90年代的情形与此相似，尤其是90年代后半段，科技革命和信息技术革命再次带来重要的变革。风险投资公司，尤其是那些总部坐落于旧金山湾区的风险投资公司拼命为那些有创意的工程师们发放贷款，帮助他们创业。到了后期，很多企业通过夹层融资（mezzanine finance）就能轻易地获得资金。融资到手后，美林证券、摩根士丹利或者瑞士信贷第一波士顿等大型投资银行就会安排该企业首次公开募股（IPO）。由于计划上市，投资银行会为这些公司安排一系列“路演”（road show）活动，企业家将拜访养老基金、共同基金及其他现金组合基金经理。明确了市场需求后，该企业就会以某一价格发行，可能是19美元，也可能是23美元或31美元，发行股份总额可能为该企业总股本的20%。一般来讲，股票第一天上市时的交易价格会达到首次公开募股时股价的3~4倍。

股票上市公开交易首日的暴涨传达了这样一条信息：股票价格只会上涨。在20世纪90年代后期，绝大多数股票上市公开交易首日的价格都远远超过招股价格。新股开盘价格的暴涨也促使更多的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新股发行。

《道指 36,000 点》、《道指 40,000 点》、《道指 100,000 点》

以上三本书标题十分相似，且都出版于 1999 年。这三本书的主题也是一致的，即认为如果利率保持低水平，公司盈利保持增长，道·琼斯平均股价指数将上涨到超过以往任何时候的水平。该逻辑看上去似乎无懈可击，多多少少有点像阿基米德曾经宣称的“给我一个支点，我可以撬起地球”。长期来看，股价水平反映三方面因素：GDP 增长率，公司盈利对 GDP 的贡献比例，股价与公司盈利水平的关系（即市盈率）。在美国，公司盈利对 GDP 的贡献比例非常稳定，一直保持在 8% 左右的水平，市场平均市盈率水平也稳定在 18 倍左右。

投资者在债券投资和股票投资中进行抉择。债券的平均利率水平为 5%，债券收益对应的利息率水平为 20%。

那些预言道·琼斯指数将达到 36,000 点的人相信，市盈率水平会比现在大大提高，因为股票的风险远远大于债券。

美国金融作家詹姆斯·K. 格拉斯曼（James K. Glassman）和凯文·A. 哈塞特（Kevin A. Hassett）联合出版了《道指 36,000 点：在即将到来的股市上升中获利的新战略》（*Dow 36,000: The New Strategy for Profiting from the Coming Rise in the Stock Market*），该书由兰德姆出版社于 1999 年出版，出版后即成为当年的畅销书。戴维·埃利阿斯（David Elias）随后出版了《道指 40,000 点：在历史大牛市中获利的战略》（*Dow 40,000: Strategies for Profiting from the Greatest Bull Market in History*），该书由麦格劳·希尔出版社于 1999 年出版。查尔斯·W. 卡德莱茨（Charles W. Kadlec）出版了《道指 100,000 点：现实还是幻想》（“*Dow 100,000: Fact or Fiction*”），该书由普伦蒂斯霍尔出版社于 1999 年出版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投机对象

在 20 世纪的最后几十年，投资者投机对象主要集中在不动产和股票上，在此之前，投机对象的范围更加广泛。在附录中，我们列举了一个有关投机对象的清单。这份清单表明了投机对象从期初的一小部分受欢迎商品转变为期末的大部分商品、其他资产和其他投资工具的趋势。这份清单只列举了一部分投机对象，但具有很强的启示性。

但是资产错配如何演变成外部冲击事件，并使得投资者为获得资本利得或未来不确定的资本利得而进行投资？（在此有这样一个假定：我们已经证明世界上的确存在不稳定的投机，且认为每个人都是理性的。那么，如果受到某一种来自系统外的“冲击”干扰，个人就有可能出现判断失误，包括对自己的判断失误和对别人的判断失误）。有很多外部冲击事件发生，但只有一小部分外部冲击事件会导致投机狂热。

现在，有必要将注意力转向一个关键性问题，即在“过度贸易”累积到足够的程度并导致危机之前，是否必须（或可能）与两个或两个以上的投机对象（如不动产或股票）的投机有关。在此，让我们考察一下一些涉及两个或更多投机对象的情况。

1720 年的南海公司泡沫与密西西比泡沫是联系在一起的，此外，两个支持狂热投机的国家实行了扩张的货币政策，这也导致了两次投机泡沫事件。投机始于南海公司股票和英格兰索沃德银行（Sword Blade Bank）股票，同时也始于密西西比公司股票和法国约翰·劳银行（John Law's Bandues）的股票，然后迅速蔓延至其他企业、商品和土地投资，且大多数投资是欺诈性的。由于试图压制竞争性投机，英国的南海公司被拖下马来，并根据 1720 年 6 月的《泡沫法案》起诉了约克建筑公司、丝绸公司和威尔士铜业公司。结果是自食其果。该阶段投机从一个对象扩散至另一个对象，导致价格普遍上涨，因为具有前瞻眼光的投机者将从南海股票中赚取的利润迅速变换为现金，转而购买银行和保险公司股票，或是购买乡间别墅。因此，当土地价格开始随南海公司股票价格变动时，这几

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个市场紧密地联系在了一起。同样，在法国，随着先知先觉的投机者于1719年秋开始将利润从密西西比公司股票中抽出，土地价格也开始上涨。

1763年的经济繁荣仅仅建立在政府战争开支以及通过票据贴现机构进行融资的基础上。德纽夫维尔兄弟公司（DeNeufville Brothers）出售“商品、船舶和证券，正如许多荷兰企业所做的一样”，它发行了几十万荷兰盾的承兑债券，但现金储备很少超过几千盾，该公司的倒闭引发了经济恐慌。这一轮英国经济的不景气在一定程度上也是由1762年史无前例的大旱触发的，此次大旱导致了草料、肉类、黄油和奶酪的匮乏。

1772年爆发的危机是由阿姆斯特丹和伦敦市场上对东印度公司股票的投机，以及艾尔银行（Ayr Bank）的倒闭而引发的。危机涉及大量烦琐的细节，包括政界对东印度公司态度的大转弯，其信贷受到英格兰银行的限制；接收了老银行的不良贷款而成立的新艾尔银行，在其承兑负债到期时，自作主张地从伦敦借入资金；1772年7月，亚历山大·福迪斯（Alexander Fordyce）逃亡，他将未到期的东印度公司股票抛出，使其所在企业遭受了巨大损失。当年秋天，当东印度公司的股票价格真的出现下跌时，克利福德公司（Clifford & Co）. 这家牵头组织了一笔辛迪加贷款以试图推动价格上升的荷兰银行破产了。但这些仅仅是表面现象。由于英国对房屋、高速公路、运河以及其他公共工程的大量投资，使得资源非常紧张，这才是引起信贷过度扩张的根源。与此同时，人们将1770年初咖啡价格的下跌与1772～1773年的金融危机联系了起来，但威尔逊（Wilson）并未提到这一点，而阿希顿（Ashton）、克莱泛姆（Clapham）和布伊斯特（Buist）也都对这一点视而不见。

1793年，乡村银行的开设、运河的修建、法国的恐怖统治以及农业糟糕的收成等几大因素，刺激资金流向英国。而1799年对法国封锁的收紧与放松，更是促使资本流入英国的重要原因。相反，1809～1810年危机的爆发相传有“两大相互独立的原因：对南美投机的反应和对欧洲大陆封锁的放松与收紧”。1815～1816年属于战后的出口繁荣时期，大量出口产品涌入欧洲和美国，超过了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理性的销售数量，与此同时，小麦价格也出现下跌。1825 年，运河投资热、南美国家政府债券投资热以及矿山投资热同时出现；同时，英国出口商品、纺织业投资、美国的土地出售热潮以及铁路建设投资热潮引发了 19 世纪 30 年代中期的危机。1847 年危机的爆发则起因于铁路建设热、马铃薯病以及欧洲大陆革命后的小麦先歉收、后丰收等因素。

在大多数重大危机中，至少存在两个投机对象、两个市场。正如各国市场相互联系一样，投机也很可能是相互联系的，前提是只要具备相应的信贷条件。但如果一次危机产生于互不相干的投机对象，正如 1847 年危机产生于铁路和小麦两种毫不相干的投机对象一样，我们就有理由认为危机在本质上是偶然事件，除非货币体系存在弱点，它们才会演变为系统性危机。

在日本以及其他亚洲国家，房地产泡沫与股市泡沫基本是同时出现的。在某些国家，尤其是某些小国，房地产行业上市公司股票市值占其股市总市值相当大的比例。当房地产价格上涨时，房地产企业持有的房产价值出现大幅增值，这些房地产行业上市公司的市值自然水涨船高。那些卖出房地产企业股票的投资者持有大量货币，并很可能将资金投入到那些与房地产不相关的企业股票上，这也会提高非房地产行业公司的股票价格。随着房地产价格的上涨，建筑业的景气指数也不断提高，建筑业上市公司的市值也会不断增长。此外，随着房地产价格的不断上涨，银行坏账也会降到比较低的水平。当然，这种系统性关联是对称的，当房地产价格下跌时，股票价格也会随之下跌。

投机本性的国别差异

在结束对投机热潮的讨论之前，我们也许会赞同一个国家比另一个国家可能更具投机性的观点。尽管鲁斯·贝尼狄克特（Ruth Benedict）对太阳神阿波罗的性格（平和）和酒神狄俄尼索斯的性格（狂热）进行了区分，这一观点仍令人怀疑。除了这一点令人难以置信外，历史学家们似乎一致认为 16 世纪时的布拉班特斯人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（Brabanters）赌博本性更强，而那些于1576年11月在安特卫普劫掠和1585年的劫掠围攻后，成千上万地转移到联合省（United Provinces）的人们也将这一本性带到了那里。在荷兰共和国，银行家、投资者甚至一般的乡村匹夫都具有赌博天性，这与加尔文（Calvin）和路德教派（Lutheran）勤俭节约的教旨相悖。与此同时，可能还有一种观念，认为一个国家的银行机构在另一个国家可能会更具投机性。例如，朱格拉（Juglar）曾声称，18世纪法国爆发的危机与英国相比，没有那么尖锐和猛烈，因为在约翰·劳事件后，法国人对信贷的利用程度较低，更没有滥用信贷工具。另一个不同观点将法国的这段经历归咎于严格的《破产法》：

既是出于对法律和现有制度的充分了解，也是出于传统原因，法国社会保持着较高的商业诚信标准。子辈们用数年的辛勤工作来偿还父辈留下的债务，公证人会拿出自己的钱偿还他们中的一员曾经盗用过的公款。他们所做的这一切都是为了维护其职业操守，不存在任何个人契约，这充分体现了其较高的商业诚信标准，而这种标准不可能不对一个民族的繁荣昌盛产生影响。也许令人吃惊的是，养育了战争中勇猛顽强战士的国家应赋予其金融家和商人相应的行为准则，以体现这一民族的保守主义，而事实也是如此。

这位作者继续写道：在英国这个国家里，崇尚冒险和投机构成的民族文化是造成经济危机和经济衰退的最大推动力。

有历史学家认为，采矿业和羊毛业助长了人们对赌博的偏好，澳大利亚人从1851～1852年发现金矿开始，养成了赌博这种特殊的偏好，这种偏好表现在其热衷于赛马与土地投机上。

大家一致认为，美国是“商业与金融恐慌的乐园”，也许主要是由于美国银行业的冒险性。这是米切尔·查瓦莱尔（Michel Chevalier）于19世纪30年代对比了法国人的审慎与美国人的投机（但他也认为后者是运河投资、铁路投资、公路投资、工厂投资和乡村建设的主要推动者）后得出的结论。他从美国发往法国的第25封信通篇都在讨论投机，“全世界都在投机，对任何对象进行投机。从缅因州到红河河畔（位于阿肯色州），美国的华尔街充斥着密西西比泡沫”。但从需求方面分析，其他国家也存在类似情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“法国是审慎而集约的，英国则是企业家和投机者的国度”。“法国并没有显示出具有与苏格兰同样的审慎体系；其神经尤为多疑，对信贷之类的事件十分敏感。”“这个国家（英国）的特点就是对每一件事情都过分地……讲究道德与否”。1866年以后，据说德国人滋长了傲慢情绪，但他们只是在“股票欺诈与投机行为”方面超过了法国人。摩根斯坦（Morgenstern）发现法国曾发生过十次经济恐慌，甚至比美国还多出两次，但“考虑到法国政治的不稳定性，这并不足为奇”（为了肯定起见，这说明了外部冲击的发生，而并不表示法国人对投机的热衷）。相反，一位法国金融家说道：“法国人热爱金钱，并不是因为它给人们带来了行动的机会，而是因为它可以保证收入”。让我们看看虚构的法国人与英国人的不同观点，它们产生于1931年哈佛与耶鲁的一场争论：

威廉·伯蒂尼恩（William Bertillion）：英格兰是股票热衷者的圣诞树。贵族只要花几英镑就可以买到一个席位，进入任何一家公司的董事会。而公众不是疯子就是傻子。上帝啊，我从未听说过这种人，除非是比萨拉比亚（Bessarabia）的农民，或是喀麦隆（Cameroons）的黑鬼，他们才真正相信他们的信仰。只要有任何一种听起来完全不可能的业务，他们都会为之尝试。

斯图尔特（Stewart）：英格兰是银行家的世界。还从来没有失败过，从来没有失败过。她遵守了她的诺言，这就是为什么……这些投机——这些投机你在美国股票市场上是找不到的。每一个汤姆、狄克和哈利都试图大赚一笔——就像在法国一样。

确实，这是不同的。不同国家的人，投机本性可能迥然相异。对某一个国家而言，投机本性在不同的时间里也会有所不同，即在该国情绪高昂时期与压抑时期，投机的程度均不相同。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章 火上浇油：信贷扩张

公理一：货币供应量增长导致通货膨胀。

公理二：信贷扩张导致资产价格泡沫。

投机狂热一般是在货币供应量增加和信贷扩张的助推下加速发展。多数情况下，货币供应量增加和信贷扩张只会带来经济增长，在少数情况下，会导致投机狂热。但反过来，几乎所有的投机狂热都与信贷扩张有关。我们可以回顾一下过去一百年银行和金融体系出现的投机狂热事件，藉此可以了解是什么地方出了问题。在投机狂热初期，信贷扩张一般是由非金融企业推动的。17 世纪荷兰的郁金香热是由私人信贷扩张和卖方融资（vendor financing）滥用而引发的。南海公司股票泡沫是由约翰·劳（John Law）的通用银行（Banque Générale），也就是后来的皇家银行（Banque Royale）与索沃德银行（Sword Blade Bank）共同为南海公司发放私人信贷而导致的。1763 年，荷兰保持经济增长势头，其资金和信贷来源是融通汇票和长长的票据背书。而 1793 年英国出现的运河投资狂热，则是由于英国新设立的乡村银行数量猛增，为企业家发放贷款增加而导致的。

很多时候，新的资金提供机构替代传统的资金提供机构会导致信贷扩张。19 世纪早期，美国出现了信贷扩张，起因是在美国、中国和英国之间的三角贸易中，出现了新的白银汇票的结算方式，取代了之前的白银结算制度。美国与中国的贸易存在逆差，而中国与英国的贸易也存在逆差。最初，美国商人从墨西哥购进白银，并将之运至中国以支付贸易逆差，中国商人再将白银运至英国支付贸易逆差，这样，美国从中国的净进口和中国从英国的净进口都得到了支付。后来，美国商人创新了交易方式，他们向中国出口商寄去汇票，以此支付货款，中国商人再将这些汇票支付给英国以抵补其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自身的贸易逆差。汇票的使用使得跨国贸易更多通过票据结算的方式实现，实际所需的白银量比实物货币结算需要的白银量少得多。随着这种结算方式的采用，释放出的大量白银增大了美国的货币供应量，以至于美国出现了通货膨胀。

19 世纪 50 年代，全球经济繁荣的出现源于以下多重因素的影响。第一，新金矿被发现；第二，英国、法国、德国和美国新设立了大量的银行；第三，多家银行在纽约和费城设立清算所，伦敦票据清算所也开始大规模扩张。清算所的出现使得票据清算更加便捷，也使得其成员银行更愿意在交易结算中选择票据作为结算方式。成员银行间的支付差额通过所签发的证明进行结算，又创造了一种新形式的货币。1866 年，英国新成立了股份合作制的票据贴现所（discount house），通过票据贴现的方式发放了大量贷款，这也带来了英国当时的信贷扩张。而以黄金支付法兰西—普鲁士战争赔款，德国大量新设立的掮客银行（broker's bank，这种掮客银行后来拓展至奥地利）及奥地利新设立的建设银行（construction bank，奥地利的建设银行后来也发展至德国），共同导致了 19 世纪 70 年代中欧的信贷繁荣。

很多金融机构的革新促成了 1882 年法国的信贷扩张，这是因为当时法国股票交易所推行股票交易双周清算制度，延迟支付相当于为投机者的投机行为提供融资。购买股票的人可以有最长十四天的支付宽限期，这也相当于他在结算日前获得了一笔无息贷款（贷款的数额由其购买股票的数额而定）。1929 年的美国危机也是由于纽约短期拆借市场信贷扩张引致。而 1893 年美国信贷扩张的催化剂是大量银币的铸造；1907 年美国信贷扩张则是由于信托公司贷款业务的扩张。在第一次世界大战前后的几年间，由于实行了金汇兑本位制（gold exchange standard），国际信贷的范围不断扩大，货币黄金可以兑换更多的外汇，这大大便利了国际贸易融资，也导致了世界性的信贷扩张。20 世纪 20 年代，美国分期付款消费信贷发展迅速，这为汽车等耐用消费品的消费融资提供了便利（虽然汽车及其他耐用消费品消费数量的大幅增长也带来对错配支付安排需求的大幅增长）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二次世界大战之后，可转让大额定期存单（negotiable certigicates of deposit，CDs）的出现也大大促进了信贷扩张。19 世纪 70 年代，奥地利银行开发了一种新的金融工具——现金存单。这种金融工具与可转让大额定期存单类似，发行银行可对本金计息，并允许在同一高能货币或储备基础上发放更多的货币，这也造成了信贷扩张。在 20 世纪 50 年代和 60 年代，美国各家银行都奉行"负债管理"战略，在该战略下，各家银行更重视银行贷款总额的增长。而在此之前各银行普遍奉行"资产管理"战略，由吸收存款额的增长决定银行发放贷款额的增长。

科威特在 1977 年至 1982 年，出现了一种特殊类型的"银行信贷"扩张形式。当时，股票和房地产在科威特索克艾尔马拉克（Souk al－Manakh）股票交易所被人们买了又卖，均采用注明日期的支票进行支付。最终，这些进入流通领域的支票总额高达数十亿第拉尔，约合 1,000 亿美元。股票和房地产的购买者所签发的支票总额远远超过了他们在银行的存款余额总和。出售股票和房地产的人积累了大量财富，其消费水平也不断提高，但他们这些收益的兑现必须要求在支票到期时出票人账户上有足额的资金。到 1982 年 7 月，部分股票和房地产卖方在支票到期时试图取款时才发现对方的银行账户上根本无钱可取。

对以上事例进行深入研究可以发现，信贷扩张并不仅仅是一系列随机发生的意外事件，更是一种系统性的必然趋势。由于金融市场的每一位参与者都寻求降低交易成本、持有更多的流动性以保持其货币账户均衡。因此，信贷扩张这种情形在几百年间不断出现。当然，每一次信贷危机事件的表面形式可能各不相同——如以商业承兑汇票取代白银向中国支付货款，或是美国商业银行受到利率上限限制后，它们不断将纽约、芝加哥、洛杉矶等地的存款转移至欧洲货币市场。作为对现有信贷体制的反应，市场不断开发出新的产品来代替货币，这一过程会永远持续下去。信贷扩张是系统性的和内生的（endogenous），而非随机的和外生的（exogenous）。

事实上，一段时期以来，在日常生活中充当支付手段的货币总量持续扩张，现有货币在经济繁荣时得到了更有效的使用，其目的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是为了经济扩张，包括投机融资。尽管当局努力控制并限制货币供应，这一切仍然发生了。在这一过程中，当局控制并限制货币供应量增长的努力不断地被冲蚀，这在一定程度上是由于不断出现新的替代品代替货币的职能。中央银行控制并限制货币供应增长已有很长的历史，包括在战后恢复贵金属支付方式和贵金属的可兑换性。原有的金属币被更贵重的金属币取代——铜被白银取代，而白银又被黄金取代。在这一过程中，中央银行试图垄断纸币的发行，限制并最终取消私人银行、乡村银行和股份制银行发行货币的权利。历史上，各国都曾颁布了一系列法令限制在一级储备基础上发行存款货币的数量。1844 年，在美国《银行法》颁布后很短的一段时间内，美联储就推行了最低存款准备金制度，监管对象不仅包括活期存款和定期存款（正如 1913 年的《联邦储备法案》所体现的那样），而且也适用于大额存单和美国银行通过其设在伦敦、苏黎世和卢森堡等离岸金融中心的分支机构借入的款项。这一执法过程是艰苦而漫长的，且极易受到税收的影响。新的支付工具不断涌现，现有货币流通效率大大提高，新的支付工具代替了传统货币以符合各种限制性条件，这本身就是货币发展史。20 世纪 60 年代，随着美联储和联邦存款保险公司对银行存款管制的加强，欧洲货币市场也应运而生了。由设在离岸金融中心的分支机构吸收存款可以规避利率上限、发行储备要求和存款保险升水的管制。20 世纪 70 年代，美国的证券公司创新出了货币市场基金，并对货币市场基金计提利息（事实上，这种类型的存款并未得到美国政府任何形式的存款保险）。

货币学派与银行学派

在货币理论的发展史中，货币学派（Currency School）和银行学派（Banking School）之间一直有一场旷日持久、针锋相对的争论。争论的中心是控制货币供应量增加的最优策略。货币学派希望通过对货币供应量的增长实施严格的管制，避免通货膨胀。而银行学派坚信，只要货币供应量的增加符合商业交易的需要，就不会导

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致通货膨胀。19 世纪 90 年代，美国在意识形态和经济分析方面多多少少也存在着同样的分歧，很多学者对通货膨胀的认识不够全面，他们甚至不相信与经济增长相符的货币供应量增长会推动物价上涨。关于货币供应量增长问题的观点相互对立，长达 300 年之久。

货币学派希望将货币供应量的增长率固定在某一水平上（如 2%、4%或 5%），这一主张与现代货币主义者（monetarists）的观点十分类似。维纳（Viner）在其论著中一针见血地指出两个学派 19 世纪的这场争论的实质：

货币学派尽量试图淡化或否认银行信贷的重要性，他们忽略了银行信贷是除纸币外影响价格的最重要的因素。正如托伦斯（Torrens）宣称的，存款的波动与货币发行量的波动密切相关。他们同样渴望建立一种简单的自动法则，但却未能找到这样一种适用于银行一般信贷操作的法则。同时，他们与自由主义者一样，反对在并非绝对必要的情况下对银行体系实行立法管制。

货币学派和银行学派都忽视了非银行体系的信贷扩张机制。成立于 1609 年的阿姆斯特丹银行是一家存款银行，它根据其所吸收的金属货币存款来发行纸币。因此，阿姆斯特丹银行发行的纸币相当于其持有的金属货币的收据，所发行的纸币数量也相当于其所持有的金属货币的总量，即其货币基础与货币创造保持一对一的关系。在初始阶段，阿姆斯特丹银行一直没有从事信贷业务，直到 18 世纪第四次英荷战争爆发，为救助荷兰东印度公司，才开始经营信贷业务。阿姆斯特丹银行不仅是一家存款银行，也是一家从事汇票业务的银行，可以在其设置的票据交换所兑付汇票。商人们必须在该银行存款才能满足汇票的提现要求。由于持有大量的金属货币存款，且存款利率很低，阿姆斯特丹银行通过发行货币赚取了高额的铸币税。1614 年，阿姆斯特丹市政府又开设了阿姆斯特丹贷款银行（Huys van Leening），但这家银行相对不太活跃，规模也不大，但该银行可以为商人们提供贷款，并帮助他们建立自己的贷款机制。正是这种商人贷款在汇票业务方面过度扩张，当某一位商人无法兑付到期汇票时，就会发生汇票链的断裂，这也导致了 1763

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年德纽夫维尔银行的倒闭。

成立于 1668 年的瑞典瑞克斯银行（Riksbank）有两个部门，分别是仿效阿姆斯特丹银行模式成立的存款银行，以及仿效阿姆斯特丹贷款银行成立的贷款银行。瑞克斯银行的两个部门为英国 1844 年《银行法》蒙上了阴影。英格兰银行于 1844 年成立了发行部和银行部。发行部根据硬币或金块来发行纸币，超过信用发行量的特定部分则代表政府债务。银行部主要发放贷款，并对发放贷款的数量进行审核，审核的依据是发行部发行的纸币数量。这一体系是对货币学派和银行学派的折中。发行部的成立是货币学派的胜利，该学派曾经批评英格兰银行在 1797 年停止实行金本位制度期间的贷款审批制度并垄断了纸币发行（而英格兰银行认为发放贷款为贸易融资并未导致通货膨胀加剧，并以此为自己辩护，李嘉图和货币学派对此进行了严厉的抨击）。银行部的成立则意味着银行学派的胜利，也是那些要求在经济复苏初期发放信贷刺激经济增长的人们的胜利。

如果货币学派关于对潜在商业机会发放贷款会最终导致通货膨胀的观点是正确的，银行学派关于有必要进行信贷扩张以启动经济扩张的观点也是正确的。那么，货币学派所指出的：在此之后，以现行商业机会为基础进行的信贷创造，即“实际需求”主张将导致灾难的论断无疑也是正确的。贴现应以满足实际商业交易需求的承兑汇票为限，以防止期票泛滥。商业机会越多，贴现范围越大，增发的货币越多，通货膨胀也就越严重。关键问题是，一旦启动了信贷扩张，是不是有可能规定一个时点命令信贷扩张停止？如果能，那么它是不是可以自动完成？

核心问题在于“货币”可以很容易地被定义，但实际中却很难衡量发行在外的有效货币数量。沃尔特·巴杰特（Walter Bagehot）评论道：“英格兰的商人们并不喜欢……有关货币的问题。他们对货币的准确定义茫然不解；他们知道怎样计数，但不知道应对什么东西计数。”

按照一般逻辑，可以这样说，只要当局稳定或控制一定数量的货币 M，不管是控制货币的绝对量，还是根据既定趋势控制增长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率，货币供应量或其替代品供应的增加都会导致经济过热。或者说，如果货币的定义以特定流动资产的形式被固定下来，并且经济过热将会以该定义之外新的方式将信贷“货币化”，那么，以旧方式定义下的货币就不会增长，但其流通速度会加快（流通速度是指以总支出或国民收入除以货币供应量）。现代货币主义者很难确定各层次的货币供应量，他们的争论围绕着货币的定义，即是否应将货币定义为 M_1（流通中的货币＋活期存款）；或将货币定义为 M_2（M_1＋定期存款）；还是将货币定义为 M_3（M_2＋流动性较高的政府证券）或是其他形式。

这一过程是无止境的。固定任一个层次的货币供应量 M_i，市场都将在经济繁荣时期创造新形式的货币以规避管制。

英国的拉德克利夫（Radcliffe）委员会于 1959 年声称，在发达经济体中，存在着“大量的各类金融机构”，“有着许多流动性较强的资产，它们近似于货币，便于持有，只是在实际支付的时候才会略显不便”。该委员会没有使用货币流通速度的概念，因为它“没有找到任何理由认为应对货币的流通速度有所限制，货币史上也没有出现过类似的先例”。该委员会最感兴趣的是，有人建议以对各类金融机构进行复杂的控制来取代对货币供应量的传统控制方法：“这样的做法不会受到欢迎，除非是作为最后迫不得已的手段，主要不是因为它所带来的行政负担，而是由于新金融机构的进一步发展将使得情况在当局的控制之下继续恶化。”

经济学家们关于“货币”中应包含什么项目的争论已持续了两个世纪。最恰当的一种观点是：货币是指在经济活动变化时最方便流通的资产。但对经济活动变化的衡量和界定也是模糊的。在不同的经济发展阶段，在不同国家，通过方便流通来界定货币也存在很多困难和挑战。“在一般情况下，银行通货（bank currency）是指流通中的银行钞票——‘纸币’。但有时，有的作者在未包括贷款和存款的情况下，也将支票与本票包括在内。”

约翰·斯图尔特·穆勒（John Stuart Mill）对有关货币的争论作了如下总结：

一个人在任何时候的购买力都不是以其口袋里实际有多少钱来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

衡量的，实际上，我们是指他所持有的金属货币数量，包括银行通货。首先，这包括他所拥有的金钱；其次，包括他在银行的存款，以及所有其他人欠他的款项；此外，还包括他持有的信贷数量。

有人曾做过这样的尝试，通过经济中所有合约的信贷与债务来定义货币数量，以加深对货币数量概念的理解。这不仅无助于精确定义货币概念，还会把问题搞得更复杂。因为我们除明确货币概念之外，还要知道哪些债务应该计入，哪些债务不应计入。理论上，人们希望从穆勒那里知道在某一个时点上，居民、企业或政府可以掌握什么样的信贷，不过信贷的数量将随情况的不同发生很大的变化。银行及其他放款人经常将信贷范围扩大至公司和家庭客户，但当这些借款人申请信贷时，通常需要通过其他的苛刻标准。

20 世纪 60 年代初至 80 年代末的三十年间，伦敦及其他离岸金融中心的美元存款保持了惊人的增长。当时美国国内立法规定了存款利率上限，而市场存款利率却在不断升高，很多美国国内的美元存款流入欧洲，以寻求更高的利率收益。美国的银行在离岸金融中心出售美元存款，再将获得的款项贷放给其客户，很多客户就是其在美国的客户。从伦敦等离岸金融中心获得了美元贷款的借款人，可以任意运用其美元资金，就像通过纽约、芝加哥或洛杉矶的银行获得的贷款一样。那么，通过伦敦和其他离岸金融中心创造的美元存款，是否应计入美国的货币供应总量呢？

房屋净值信贷额度（home - equity credit line）是近年来涌现出来的金融创新工具。银行或其他放款人可以对房屋业主提供相当于其房屋价值的贷款，有时，还可以提供高于房屋净值的贷款。在该信贷产品发展前期，银行将房屋作为抵押品对房屋业主提供次级抵押贷款（second mortgage），房屋净值信贷额度反映了房屋业主的潜在信贷能力，而次级抵押贷款则是其实际贷得的款项。房屋净值贷款额度的获得意味着房屋业主可以重新规划其持有货币及准货币的数量，以实现个人效用最大化。此外，房屋净值贷款额度的增长也会使得房屋业主增加其消费支出，然而在这一过程中，货币供应量未发生任何变化。但是，房屋净值贷款额度的出现使得居民可以像三四十年前的银行那样进行负债管理了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果将购买力从个人延伸到国家，就会产生一些问题，因为向某个人发放的信贷也许是从向其他人发放的信贷中扣减出来的，也许不是，这一方面取决于银行机构，另一方面取决于经济是否过热。对于信贷，小说家们做过这样的描述：

美丽的信贷！现代社会的基石。谁说这不是一个可以相互信赖的年代，可以无限依赖人类诺言的年代？这将是现代社会赖以生存的前提条件：整个国家都能迅速熟悉报纸所披露的、描述土地与矿山投机者轶闻的含义："两年前，我一文不名，而现在我欠了两百万美元。"

继续回顾使信贷货币化的货币替代物的发展历程来证明历史的一般性，无疑是令人厌烦的。在一长串名单中，我们只研究汇票、短期拆借资金和金汇兑本位制。但分析同样也适用于银行本票、银行存款、清算所票据、专业银行（如法国商人银行、西班牙对外银行）债券、信托公司债券、可转让大额定期存单、欧洲货币存款、分期付款信贷、信用卡以及可转让支付命令（NOW）账户等。

债务质量

为了对包括公司、政府及居民在内的借款人的信贷质量进行评级，专业的评级机构便应运而生了。明斯基根据借款人的预期现金流入和偿还债务发生的现金流出之间的关系进行比较，将公司债务分为如下三种：1. 对冲型融资，是指债务人未来预期的现金流能够覆盖由于贷款流出的利息和本金。2. 投机型融资，是指债务人的现金流只能覆盖利息，若贷款到期需要偿还本金，债务人就不得不争取新的贷款来借新还旧。3. 庞氏型融资，是指债务人未来预期的现金流连贷款利息都无法覆盖，需要依靠出售现有资产或举借新的贷款来偿还现有贷款的本息（投机型融资与庞氏型融资的区别，就如公共财政学中的"基本财政收支平衡"所描述的政府收入与政府负债之间的关系一样，仅仅实现基本财政收支平衡的政府要偿还其所拖欠的利息，必须获得更多的借款）。

明斯基在判断信贷结构脆弱性时强调债务的"质量"，投机型

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

融资和庞氏型融资都反映了这种信贷结构的脆弱性。除非出现奇迹，否则从事庞氏型融资的企业不可能按时偿还贷款本息。从事高风险活动而构筑的债务大厦往往是很不稳固的。

前几章建立的模型强调，在经济过热阶段，债务数量会快速增长，这是因为借款人和贷款人的风险厌恶心理会减弱，或者更加愿意为先前认为高风险的项目提供融资。而在经济衰退阶段，企业收入低于预期，原本的对冲型融资恶化为投机型融资，投机型融资演变为庞氏型融资。

德崇证券（Drexel Burnham Lambert）、迈克尔·米尔肯（Michael Milken）和“垃圾债券”（Junk Bonds）

20 世纪 80 年代最伟大的金融创新就是“垃圾债券”市场，在这个市场上交易的公司多是正规评级机构不愿意作出评价的公司。垃圾债券的利率水平比被评级机构订为“投资级别”的债券利率高 3% ~4%；很多发行垃圾债券的公司并不是垃圾公司，当经济形势转好时，它们能获得很高的评级水平。因此，很多垃圾债券都是“落难天使”（fallen angels）。公司债券的评级受一系列指标的影响，很可能由于一系列的不匹配因素导致公司信誉级别受损，使得评级机构将该公司债券列入非投资级或投机级。

很多金融机构持有非投资级债券的数量受到监管当局的严格限制。一旦超过限制门槛，这些银行或保险公司必须将其出售，这会使债券利率大大升高。

打包购买垃圾债券（或者进行垃圾债券组合投资）的投资者可以获得“免费午餐”，因为他们获得的利率升水已完全能抵偿其投资组合中某一只债券违约带来的风险。

这场始于 20 世纪 70 和 80 年代的金融创新是由德崇证券首创的，该证券当时只是一个做二级市场业务的投资银行，它们首先发行了垃圾债券，并为其取了一个冠冕堂皇的名字——高收益债券，这场金融创新的核心推动者就是迈克尔·米尔肯。发行垃圾债券公司的信用评级水平一般很低，只有通过高利率才会吸引

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者购买它们的债券。很多公司通过发行垃圾债券为其杠杆收购融资，管理层通过这些资金将公司全部发行在外的股本购回。或者是这样一种情况，B公司计划收购A公司，而A公司通过发行垃圾债券获得资金，在B公司对其进行收购之前，反过来收购B公司。

由于垃圾债券并未经任何一家市场主流评级机构评级，因此，支付给其借款人的利率水平一般比投资于被评定为投资级的债券高3~4个百分点。

到目前为止并没有什么可争议的。真正引起争议的是迈克尔·米尔肯及其德崇证券的某些承销交易是否是合法的或道德的。很多垃圾债券都卖给了储贷协会、存款机构和保险公司。这些机构的老板雇用德崇证券为其筹集资金，以便获得控制权。存款机构以其持有的国库券为抵押出售存单，并承诺为其存单支付高额的利率，然后用获得的资金购买迈克尔·米尔肯和德崇证券发行的垃圾债券。其后果是，德崇证券所发行的垃圾债券中，有大约一半的公司最终破产了，金融机构蒙受了巨额损失。原本被冠以高收益债券光环的投资产品，最终让美国纳税人承受了数百亿美元的损失。而这一切都披着合法的外衣。

1988年，里维科（Revco DS）公司的连锁药店濒临破产，原因是难以支付其1987年为了买断该企业而借入的13亿美元贷款的利息。到20世纪80年代，垃圾债券的故事终结时，德崇证券所承销的垃圾债券中有超过半数违约，为债券持有人和美国纳税人带来了数百亿美元的损失。

在一本卡桑德拉风格的书中，亨利·考夫曼（Henry Kaufman）指出各类债务——包括消费贷款、政府债务、抵押贷款和企业贷款以及垃圾债券的增长，都将带来债务质量的下降。费利克斯·罗哈金（Felix Rohatyn），美国著名投资银行家，拉扎德公司（Lazard Freres）美国分公司主管，将美国称做“垃圾债券的赌场”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但至少在一定时期内，垃圾债券持有人获得的回报率比传统债券持有人高得多。

20 世纪 80 年代末至 90 年代初的经济衰退导致很多发行垃圾债券的公司破产。一系列研究显示：垃圾债券持有人平均本金损失超过三分之一。可见，每年多获得 3% ~4% 的利率远远不能抵偿这些债券的实际风险。

按照明斯基的分类方法，垃圾债券的发行使得很多持有人在经济景气时持有投机性融资，而当美国经济陷入衰退时，垃圾债券带来的现金流入减少，很多债务变成了庞氏型融资。要避免垃圾债券的违约，只能指望经济增长奇迹的出现。

这是一顿昂贵的“免费午餐”。

汇票

汇票是由商品出售者向购买者开具的、表明其享有获得将来支付的货款的权利凭证。汇票最初是由于硬币供给缺乏弹性而出现的，是卖方融资的一种形式。为促成交易的实现，商品出售者对商品购买者提供融资支持，商品购买者一般在 90 天或 120 天内归还款项。持有汇票的人可以将汇票交给银行贴现，以提前获得款项（19 世纪后，汇票贴现一般只能获得银行存款），但需要承担一定的贴现利息费用。汇票在支付中的用途十分广泛，类似延期支票（post - dated check）。商品销售者在将货物售出，从商品购买者处得到汇票后，可以将其支付给其他人。每一位经手的持票人都会在汇票上签章，就像在支票上背书一样。一张汇票，通常有 5 至 10 个背书人。“现在汇票就是金钱”，阿希顿曾说道，即使有的汇票开具者的信贷较为可疑，它们仍得以流通。19 世纪上半期，有的汇票面额仅为 10 英镑，但经手人却达到 50 人或 60 人。

交易者的支付习惯千差万别。在兰开夏郡，人们不喜欢银行纸币，因此，那里在 19 世纪前后的货币供应由硬币和汇票组成。1852 年至 1857 年，英格兰银行发行的流通纸币数量下降了 900 万

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

英镑，而这时却正值经济扩张时期。伦敦5家银行的存款总额从1,770万英镑上升至4,000万英镑。根据纽马奇（Newmarch）当时的估计，同一时期流通中汇票的平均数量却从6,600万英镑上升到了2亿英镑。

最初的汇票仅仅与特定交易相关，其票面金额也与销售交易额一致。后来，票面金额与交易额这种关系不复存在。1763年在瑞典，卡洛斯和克莱斯·格尼尔（Claes Grill）公司向伦敦林德格伦公司（Lindegren）开具的汇票没有写明货物由哪只船舶运输，但汇票交易却在极短的时间里循环使用，在企业需要资金时，该汇票会被提现，往往用于向债权人汇款。在此，每次到货时，汇票并不一定会被提取来支付交易数量，这应被视做“融通票据”（accommodation paper）的一种演变，企业或个人信贷逐步从特定交易中分离出来。

一些经济学家认为以贸易为基础的商业票据都应自行清偿，因此，他们坚决反对“融通票据”的做法，因为他们无法确定当汇票到期时债务人能否足额清偿债务。另外，人们夸大了在价格下跌时期，卖方用买方开具的“有效”票据提款的功绩。买方也许很难从再次出售该商品中获利，因而难以履行其支付义务。在此，人们最感兴趣的是债务占债务人总资产的比率，这才是衡量债务质量的有意义的指标。

正如富兰克林（Franklin）对信用票据的评价：

信用票据在商业交易中十分方便，因为对于大额支付来说，它们计价更为方便、运费更低、所需仓储空间更小，因此在旅行或储存时更安全。并且，出于许多其他原因，它们也更为宝贵。银行是所有绅士、商人和伟大的贸易商的现金柜台……这就赋予了票据以信用；以至于在英格兰，它们从来就比货币宝贵，而在威尼斯和阿姆斯特丹，情况也是如此。

关于在英格兰，票据“从来就比货币宝贵”的说法在一定程度上似乎过于乐观。但在票据清算时，票据的确具有与货币同样的效率。19世纪上半期，理论界对汇票究竟是不是“货币”、是不是“支付手段”、是不是“购买力”进行了持久的争论。货币学派的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

观点认为只需对银行纸币进行控制，而对汇票和银行存款均不必进行控制。

当以汇票占债务人总资产的比例来表示的债务率失控时，将产生一系列问题，尤其是在经济过热时期。开具票据的连锁性显然是传染的。正如亚当·斯密所说，作为正常的商业惯例，这一做法很容易过度。A 对 B 开具汇票，B 对 C 开具汇票，C 又对 D 开具汇票，这样不断延续；所有票据都增加了可用信贷的数量。霍特里（Hawtrey）认为，通融票据的缺点是“当人们不能从投资市场上获取真正的长期储蓄的必要供给时，它们被用于固定资本建设”。他指出，在 1866 年的伦敦危机和 1907 年的纽约危机期间，这一体制被严重扭曲了。我们已经提到过 1763 年德纽夫维尔银行的投机失败，该投机的失败导致汉堡、柏林以及伦敦和阿姆斯特丹的恐慌，这就是票据贴现链断裂的结果。如果票据贴现链条上的一家企业倒闭，该链条就会断裂，并连累链条上的好企业和坏企业，这里好企业是指具有合理的债务资本比率的企业。每一位在票据上背书的人都有承担全部债务的连带责任。有了融通票据，自有资本有限的贸易商就能够利用大量的借入资金进行经营，且可以通过循环融资的形式将这种短期融资无限展期变成长期融资。当 19 世纪初金本位制面临崩溃时，弗朗西斯·巴林（Francis Baring）爵士意识到一些资产不足 100 英镑的人却可以贴现出 5,000 ~ 10,000 英镑。这一时期的特点是，金本位制的终止意味着不必再担心信贷扩张对外汇的影响，于是出现了严重的“投机狂潮”，也深深影响了货币学派的观点。1857 年，约翰·贝罗（John Ball），伦敦的一位会计师宣称他知道一些资本不足 1 万英镑的企业，却承担了高达 90 万英镑的贷款，并声称这是一个相当普遍的事实。同一时期，在汉堡，夏斐尔（Schaffle）也提到有人仅有 100 英镑的资本，但其签发的承兑汇票却高达 40 万英镑。

现代的范例是创建于 1994 年的长期资本管理对冲基金，该公司的总股本规模大约有 50 亿美元，却从银行、投资公司和养老基金那里借入了 1,250 亿美元，出现巨额亏损后，最终由政府于 1998 年 9 月出面营救。其 25:1 的杠杆比例远远高于其他对冲基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（有的对冲基金根本不举债经营，大多数基金的杠杆比例在10:1以下）。但在18世纪，根据沃思（Worth）的计算，许多企业在1763年经济繁荣时期的投机额为其实际资本的10～20倍（他还指出，许多企业在从事这一危险的业务时，仅投机于纯粹的信贷，根本没有任何资本）。

当金融票据或通融票据泛滥时，信贷将过度扩张。在各个阶段，为提高自己的信誉，票据使用者不断使用各类假名进入票据链。同样，这些票据也不时地被填写上令人奇怪的金额，以表明相应的商业交易。而当票据使用者完成了这一切时，他们有时又声称境外的银行知道这是以商业票据形式伪装的金融票据（即当美国停止向他们发放信贷后，他们到德国银行那里开具从荷兰银行和美国银行提取资金的票据）。

短期拆借资金（Call Money）

短期拆借资金在导致1882年和1929年的大崩溃中发挥了重要作用。法国1882年的经济崩溃并不太严重，对其他国家的影响也有限。但这是一次典型的投机狂潮和经济恐慌，资金来源是短期拆借资金或是银行家拆借给经纪商的资金，这种资金的期限一般为一天（法语中将之称为拆借货币）。证券经纪商利用短期拆借资金的融资方式买入证券，并通过循环融资的方式长期占用资金。

通用联盟银行（The Union Generale）由尤金·邦托克斯（Eugene Bontoux）创办，邦托克斯本是一个工程师，先为罗斯柴尔德工作，后来离开了该公司，在奥地利、塞尔维亚和欧洲东南部建立了与其相竞争的公司。早期的通用联盟银行于1875年开始运作，经营得很差。邦托克斯于1878年在巴黎开设了他的通用联盟银行，当时法国正处于由铁路、银行和苏伊士运河投资所带来的经济繁荣时期。这场经济繁荣于1881年12月达到了顶峰，1882年1月便开始了经济的大崩溃。作家波伏瓦（Bouvier）的著作主要讨论了作为天主教徒的邦托克斯，究竟是由于其领导无方失败了呢，还是遭到犹太人和笃信新教的银行家的联合抵制垮掉的？这是我们讨论范

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

围之外的问题，不过波伏瓦最终得出了一个苏格兰式的结论："无从稽考。"

邦托克斯的通用联盟银行总股本为2,500万法郎，1879年春天增资到5,000万法郎，1881年1月再次增加到1亿法郎；当时其计划于1882年1月实施第三次增资，使总股本提高到15亿法郎。但每次增资，仅有四分之一的实缴资本，其他股份都是赊购。每次增资中，考虑到其他股票价格的上升，该银行均以高于500法郎面值的溢价增资，并将溢价部分计入银行储备。三次增资中每股的发行溢价分别为20法郎、175法郎和250法郎。股票以股东实名登记，但并不过户给购买者，因为有四分之三的面值是赊购的，尽管如此，仍然未能阻止20万原始股中几乎有一半是在交易市场上流通的。

在巴黎和里昂，证券交易的清算每两周进行一次。购买者需支付10%的保证金，其余90%可向中介机构或经纪人拆借，而这些中介机构或经纪人的资金来源就是短期拆借资金。这部分资金来自于银行、专业机构（由银行和其他投资者专门为此成立的基金）及个人投资者。更进一步地，银行和专业机构可以为专门交易某一特定股票的经纪人提供优惠。因此，像通用联盟银行和里昂银行这样的银行机构——更不用提在繁荣时期成立的另外3~4家更不成功的银行，尽管其投机性没有那么强，仍热衷于间接炒作自己的股票。当市场稳定时，投机者有得有失，经纪人支出或收入的净值一般都很小。在此，假定投机者与一般股票购买者同样都需交付10%的保证金。但在呈上升势头的市场上，需要支出更多的资金满足人们实现的盈利。而这些资金（利润）通常被用于再投资，如果没有将这笔利润进行再投资，市场就需要更多的资本。例如，假定某一个投资者以100法郎的价格购买股票，实际支付10法郎，借入90法郎。如果他以110法郎的价格出售，并抽回自己的20法郎，其中的11法郎是来自一个新的投机者，9法郎是新的拆借资金。因此，当股票价格上升时，拆借资金的利率也必须随之上升，以吸引新的资金。在巴黎股票市场上，市场繁荣期间拆借资金的利率从1880年末的4%~5%上升至1881年春的8%~10%，并于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1881 年秋达到了 12% 的顶峰。

当市场呈下降趋势时，仍然需要新的资金，这仍然是投机者的需要。如果他以 100 法郎的价格买入某一只股票，其中 10 法郎由他自己支付，另外 90 法郎是借入的拆借资金，然后，股票价格下跌至 90 法郎，他不得不再筹集 9 法郎以满足 10% 的保证金要求。如果他以前的杠杆率已经满负荷并借不到这额外的 9 法郎，他就不得不被强制平仓。如果股票价格下跌至 90 法郎以下，向他发放贷款的经纪人、银行和个人就要承担损失。1881 年 3 月，通用联盟银行的股票价格达到 1,250 法郎，随着这年秋天经济过热的加速发展，到 12 月 14 日，每股价格达到了 3,040 法郎的顶峰。但自那以后该股票就开始一蹶不振，1882 年 1 月 10 日，该股票价格下跌到 2,950 法郎，1 月 16 日又下降至 2,800 法郎。到 1 月 19 日，该股票价格跌至 1,300 法郎。在那一天，由于投机者不能筹集足够的现金满足最低保证金要求，经纪人共有 1,800 万法郎的资金缺口，到 1 月 31 日月底清算时，该缺口达到了 3,300 万法郎。

里昂银行股价的崩溃更富投机性。其股票价格从 1881 年 12 月 17 日 1,765 法郎/股的高峰跌至 12 月 28 日的 1,550 法郎/股，而当它试图自己拯救股价时，股价却连创新低，1 月 4 日下跌至 1,040 法郎，1 月 10 日进一步跌至 650 法郎，最后，在其关门停业之后的第一天，即 1 月 19 日，股价跌至 400 法郎。里昂银行崩溃的信号是 1882 年 1 月 4 日邦托克斯（Bontoux）宣布战胜萨维利（Savary），获得了在特里斯特（Trieste）建立一家战时信用银行的权利。陷入里昂银行危机的人们卖掉了通用联盟银行的股票以挽回损失。高度投机与建立在通过拆借收回资金的银行和个人信贷基础上的信贷机制紧密结合在一起，导致崩溃在随后的几天里迅速波及所有的银行、专业机构、经纪人、个人和商业机构。应该注意的是，商业行为往往在股票市场崩溃前就受到不利影响，例如 1929 年的危机，这次不是由于货币供应量的变化，而是由于在经济最炙热的阶段，里昂的投机资本转向于通用联盟银行，这些资本包括：“丝绸商、制衣商、工业家、贸易商、干货商、零售商、屠夫、固定收入者、看门人、鞋匠。”“大量资本从日常业务中抽出，投资于股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场，包括证券和短期拆借资金。”

熟悉 1929 年美国股市大崩溃的读者可能会发现它与上述情况相似的地方：随着股票市场接近顶点，市场参与者因全神贯注于投机而减少了商业交易；银行和个人发放的经纪人贷款在此发挥了一定的作用，正是这类贷款提供了驱动证券价格在货币供应量没有发生重大变化的情况下一路上升，并成为暴跌的基础。还有一个令人感兴趣的相似之处，就是随着股票市场达到顶点，“所有其他机构”的拆借资金，即纽约银行和纽约之外的银行的拆借资金，从 1926 年底不到 20 亿美元的水平上升至 1928 年 12 月 31 日的接近 40 亿美元，到 1929 年 10 月 4 日，更是高达 66 亿美元。同时，保证金交易方式被滥用，很多经济公司都为客户提供 10% 的最低保证金比率，使得 90% 的交易资金可通过拆借得到。在同一时期，纽约银行向经纪人发放的贷款从 1928 年底 16 亿美元的最高峰下降到 1929 年 10 月 4 日的 11 亿美元。

在这次大崩溃中，“所有其他机构”和纽约以外的银行都将拆借资金从市场上抽了回来。它们担心股票交易所会像 1873 年那样被关闭，它们的隔夜拆借流动贷款会因此而被冻结。在此期间，纽约的银行面对下滑的市场，维持甚至小幅增加了经纪人贷款规模，这也许是为了帮助股市扭转下滑的势头。类似地，在 1882 年，巴黎银行界在巴黎银行（Parisbas）的牵头下，分 5 次直接向通用联盟提供了总额为 1,800 万法郎的信贷支持，而另一组银行在罗斯柴尔德的率领下，向经纪人公司发放了总额为 8,000 万法郎的贷款，以帮助它们顺利完成 1 月底的清算，并使它们及其客户有时间作出相应的安排。两次危机中都有大量经纪人、客户、银行（1882 年危机中）及专门机构破产。各金融中心货币市场的银行放松了银根，但在 1882 年的法国危机中它们停止了挽救通用联盟的行动。

20 世纪 30 年代，美联储颁布了一项法令，终止了以保证金购买股票的交易方式，并将最低保证金水平永久性地固定在 50% 以上。这个法令也宣判了很多金融机构死刑。该法令适用于所有有组织的股票交易所，如纽约股票交易所等，但并不适用于芝加哥商品期货交易所，该交易所从事标准普尔 500 种工业股票指数的期货交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易仍沿用10%的最低保证金要求。套利行为很快在两个市场间出现，并充斥于整个市场。投资者以10%的保证金要求在芝加哥购买一个标准普尔500的期货合同，实际就是以10%的保证金要求购买了纽约的股票现货；当芝加哥的期货价格上升时，套利者将出售芝加哥的期货，购买纽约的现货。期货购买通过套利传导到现货市场。

1987年10月19日的股市大崩溃后，曾经有过利用一家单一机构——美联储或证券交易委员会——来管理芝加哥和纽约市场的想法，有人建议对期货市场的保证金进行严格管理，另一些人则建议禁止期货与股票同时交易。

金汇兑本位制（The Gold – Exchange Standard）

在基础货币不变的情况下，对信贷无限扩张的第三种解释是信贷的国际化特性。在世界黄金存量一定的情况下，金汇兑本位制意味着如果要增加各国中央银行的国际储备，增加的方式不仅包括各国中央银行直接增持黄金，还包括持有实行金本位制度国家的外汇资产（如英镑、美元、德国马克等）。长期以来，人们一直以为该制度是在第一次世界大战之后发展起来的，以1922年热那亚（Genoa）峰会的提议和国际联盟黄金代表团（Gold Delegation of the League of Nations）的建议为基础，并在时任英格兰银行行长蒙太古·诺曼（Montagu Norman）的大力推动下发展起来的。诺曼一直致力于扩大全世界的英镑持有量，以求缓解英国的国际收支压力。但实际上，金汇兑本位制早在战前就很普遍了。1913～1914年世界经济的繁荣就是由全世界英镑、法郎和马克供应量的增加而导致的。

正如银行钞票和汇票比硬币更有效一样，各国国际贸易余额主要以相对稳定的金块方式持有，它更容易在交易中使用，不需运输、保证安全、标明成分，并且不用交换为本国货币就可使用。一国可以在诸如伦敦或纽约的外国市场上出售债券，然后将得来的英镑或美元作为中央银行储备的一部分。如果伦敦（或纽约，因为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

情况可能会这样）并不认为它对外国长期借款人欠下的以其本国货币核算的流动性债权的增加会导致它收缩信贷，这一交易过程同样会导致信贷扩张。

金本位制度下的国际信贷可能与金汇兑本位制度下一样具有不稳定性。各国在借入外汇作为国内货币扩张储备前，主要借入的是黄金。19 世纪的美国在当时的经济上升阶段借入英镑，其目的不仅仅是以进口的形式获得实际资本，而且是为了增强美国银行体系的黄金基础。黄金不仅在实际商品与劳务的转移中起到了工具的作用，在更大程度上，它也是借款的对象，使得借款人不用与贷款人签署合同就可以实现信贷扩张。

信贷不稳定性和大萧条

学术界早有这样一种论调：将经济引向过热与崩溃的投机，其存在的基础是信贷所固有的不稳定性。爱尔文・汉森（Alvin Hansen），这位专门研究经济周期的专家，在对一般的“早期概念”调查中深入讨论了这一问题，并在其专著《信心与信贷》中以一章的篇幅综述了 19 世纪中期经济学家们（包括约翰・斯图尔特・穆勒和爱尔弗雷德・马歇尔等在内）对这一问题的看法。根据他的说法，这些观点都已经过时了，因为它们没有考虑到企业投资和储蓄的决策。也许他是对的。但有关信贷不稳定性重要影响的相关理论直至 20 世纪仍然存在。霍特里是这个领域的专家，庇古也是，他在《产业波动》（1927 年）一书中专门用 5 章的篇幅讨论了经济恐慌。但矛盾出现在对 20 世纪 30 年代大萧条的研究时，经济学家们开始忽略信贷不稳定性的影响。

货币主义者对大萧条的观点是由米尔顿・弗里德曼（Milton Friedman）和安娜・施瓦茨（Anna Schwartz）在他们不朽的著作中提出的，他们认为 20 世纪 30 年代前期的大萧条是美联储货币政策失误的结果。在书中的大部分篇幅中，他们集中研究了 1929 年 8 月至 1933 年 3 月货币供应量下降的现象。在该书中，很多处探讨大萧条开始的原因时，得出的结论要么是 1928 ~ 1929 年货币供应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量的下降，要么是在1929年8月至1930年10月货币供应量下降了2.6%。他们认为，在这段时期，应该增加货币供应量以应对经济衰退。此外，他们还指出，1929年10月股市的崩溃与产出下降并没有什么关系，经济衰退是美国国内政策失误的结果，与国际资本流动、汇率或国外的通货紧缩的联系很小。在该书出版后很长的一段时间里，货币主义者对大萧条的解释在美国一直占据着主导地位。

彼得·特敏（Peter Termin）应用凯恩斯主义的观点同弗里德曼和施瓦茨展开了争论。他提出了这样一个问题：支出的下降是货币供应量下降的结果，还是货币供应量下降是支出下降的结果？同时他试图以复杂的经济计量技术来对该问题作出解答。在此，争论主要集中于有多少消费超出人们预计的水平，从而导致了一场技术性争论，即在20世纪20年代的美国，经济发展主要依赖什么样的消费，在消费、收入、财富以及其他人在预测消费的“正常”趋势时所采用的变量间的关系是怎样的。更进一步的争论涉及了货币供应量变化和利率变化的时间选择，即如果货币供应量的变化先于支出的变化，那么，人们认为利率将上升；反之，如果支出先于货币供应量下降，那么，利率将会下降。而事情的发展也正是如此。1929年大萧条之后，由于利率大幅下降（高风险债券的利率有所升高是个特例，因为违约风险也随之升高），特敏认为支出的下降导致了货币供应的下降。此外，特敏还提出了一个关于货币实际余额和名义余额的观点，即货币存量减去价格水平，代表着实际购买力。许多货币分析都对货币供应量进行了价格调整，而没有运用名义货币供应量，也就是说，它们采用的是实际货币余额，而非名义总量。特敏在此的结论是实际余额并没有下降。在他的分析中，货币的实际余额在1929～1931年呈上升趋势，上升幅度从1%到18%不等，取决于采用的分析指标是哪一个货币供应量（M_1或M_2），以及采用的是批发价格平减指数（WPD）还是消费价格平减指数（CPD）。从年平均水平来看，差异很有限；根据月度数据和以占基期年度货币供应量百分比，及以占两大价格指数百分比来表示的M_1、M_2数据来进行分析，货币供应量不仅没有下降，而且在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1929 年 8 月至 1931 年 8 月上升了 5%，这里他采用了同样的月份以使季节影响最小化。特敏最后指出，没有证据表明从股市崩盘到 1931 年 9 月英国放弃金本位制期间，货币供应量的变化导致了经济大萧条。

特敏的分析或许可用来反驳货币主义学派的观点，却并不能解释大萧条的原因。曾有一位分析家声称，股市的崩盘使得银行向其他借款人实行了信贷配额制度，因而启动了经济衰退，但货币供应量并未下降。另一位分析家则从不同方面谴责了大萧条：股市的大幅下跌减少了名义财富，后者与收入一起决定了消费行为。

所有这些解释都难以令人信服，原因在于工业生产崩溃到来如此之快以及这种崩溃的确比股市崩盘早四五个月的事实。美国 1929 年 6 月的工业生产指数为 127，到同年 9 月下降到了 122，10 月进一步下降到 117，11 月又下降到 106，12 月下降到了 99。尤其是汽车产量从 1929 年 3 月的 66 万辆下降到 8 月的 44 万辆，9 月的 41.6 万辆，10 月的 31.9 万辆，11 月的 16.95 万辆和 12 月的 9.25 万辆。下跌幅度如此之大，任何货币理论或支出自动变化理论都无法对此加以解释。

相反，信贷体系本身的不稳定性似乎更能解释这种经济崩溃。当股票价格不断攀升时，资金从消费和生产领域中退出，转而进入短期拆借市场。短期拆借资金从 1928 年 12 月底的 64 亿美元上升到 1929 年 10 月初的 85 亿美元。此外，首先是纽约第一银行，其后是纽约之外的其他城市的主要银行，它们都对股票市场和其他市场发放贷款的行为变得更加谨慎。当市场崩溃时，信贷体系突然冻结。进口信贷骤降，这在一定程度上是由于进口商品价格的大幅下降导致的。

货币主义学派与凯恩斯学派的争论基本没有涉及信贷的不稳定性和银行体系的脆弱性，也忽视了价格下跌、违约贷款增多、信用体系瘫痪对生产和价格的影响。以我的判断，所有这些因素都可以解释 1929 年大萧条初期的现象。只有明斯基和亨利·西蒙斯（Henry Simons）意识到了这一点。西蒙斯是芝加哥学派经济学家，他认为大萧条是由市场信心的变化导致的，这种变化通过不稳定的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信贷体系改变了流动性，从而影响货币供应量。

亨利·西蒙斯的观点在其《自由社会的经济政策》（*Economic Policy for a Free Society*）一书中得到了充分阐述，该书写于第二次世界大战后，受到30年代经济大萧条的强烈影响。他建议将银行存款准备金率提至100%，这样一来，既可以防止公众持有货币的意愿变化影响存款变动，也可以排除金融体系中其他因素对信贷供应的冲击。这就要求限制活期信贷和分期付款消费信贷，并限制政府债务。以避免出现一方面是无利息的资金，另一方面是长期债务（最理想的是永久性负债）的情况。西蒙斯主张建立一个全新的金融体系，在这个体系中，所有的金融财富都以股票的形式持有，不存在固定货币金额合同，这样，非银行机构就难以创造有效的货币替代物。他对金融界的投机本性十分关注，也对短期非银行信贷的可获得性十分关注，因为这两者使经济在面对市场信心的变化时十分脆弱。

弗里德曼的自由主义倾向与西蒙斯的建议完全对立，前者认为市场力量自发决定各种金融资产的供给与需求，而后者则呼吁要限制货币与金融资产的本性。弗里德曼坚信控制货币供应量将抵消经济周期的影响，也会使得信贷机制的不稳定性毫不可惧。人们会想当然地认为西蒙斯的积极主张是不可行的，因为政府要禁止企业和个人以固定的条款进行借贷简直是乌托邦式的臆想。但事实上，西蒙斯对金融体系趋于不稳定的短期借贷和支付的论断却一语中的。

20世纪的最后几十年，新奥地利学派（Neo－Austrilian）关于货币和银行业与经济稳定之间关系的另一种论点在学术界逐渐占据了主导地位。该学派主张完全放开对货币和银行业的管制。其领袖人物是英国的弗雷德里克·哈耶克（Friederich Hayek），德国的罗兰德·法布尔（Roland Vaubel）和美国的一些经济学家，包括理查德·廷伯莱克（Richard Timberlake）、理兰德·叶格尔（Leland Yeager）、劳伦斯·怀特（Lawrence White）以及乔治·塞尔金（George Selgin），他们甚至比货币主义者走得更远，主张彻底废除积极的货币政策。他们宣称他们主张允许所有的银行、企业和个人发行“货币”。他们相信，市场将决定谁发行的是良币，发行货币

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的不同机构会通过相互竞争确保其发行的货币为公众所接受，最终的结果一定是良币驱逐劣币。怀特还用 1772 年艾尔银行（Ayr Bank）倒闭事件和 1845 年《银行法》颁布期间苏格兰放松银行管制的经验来论证这一观点。

但在这段时期中，主要商业银行发行了大量小面额钞票，并随时准备在它们认为纸币发行量增长过快时将之转换为硬币。从这个意义上来说，它们起着货币供应量非正式控制者的作用。在其他时候，历史证据与理论分析也有不一致的地方，例如 1745 ~ 1835 年英格兰乡村银行的发展，19 世纪 30 年代密歇根疯狂的银行业以及近期拉丁美洲及东亚国家银行管制放松的经验，所有这些历史事件都表明“良币驱逐劣币”的规律可能并不适用。

20 世纪 70 年代，美国、欧洲、日本等国奉行扩张性的货币政策，随着美国对外收支逆差的扩大，各国持有的国际货币储备不断增加，货币供应量也不断增长，其结果是导致了全球性的通货膨胀。20 世纪 90 年代中后期，各国中央银行持有的国际储备性资产又经历了一轮快速增长。三年后，另一位法国经济学家，帕斯科·布拉斯克（Pascal Blasqué），曾写到了美国的信用泡沫。类似地，格雷西拉·卡明斯基（Graciela Kaminsky）和卡门·莱因哈特（Carmen Reinhard）则抱怨外国政府不停地印钞票，而美国的国际收支逆差却不断扩大。

现在我们关心的问题是利率是否能够限制信贷的不稳定性，减缓投机的步伐，使之不会过于危险。如果货币当局对货币供应量或流动性确定了某种固定目标，或直接采取操纵利率的措施，那是否能够大大缓解甚至完全消除危机的波动呢？我没有找到一个很好的方法来回答以下问题：中央银行是否应该奉行保持货币供应量固定的政策，是否应该采取限制货币市场流动性的政策，是否应该在刚刚出现疯狂投机信号时就采取提高贴现率的政策以防止经济过热转变为经济危机。此外，经济学家们无法通过小心可控的试验进行验证。1998 年秋，在长期资本管理公司倒闭及俄罗斯金融动荡后，美联储为防止市场陷入困境，三次下调短期利率。但这种试验性措施并不能给出结论性答案，因为一旦行动方案有所改变，政策效果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就会大不相同。但历史证据也表明：尽管货币政策可以降低最终走向破裂的经济泡沫的风险，但却并不能完全消除它们。

英格兰银行由于没有察觉 1839 年危机的到来，以及未能在危机发生后迅速提高利率而受到强烈抨击。人们普遍认为英格兰银行的拖沓才是导致 1844 年《银行法》出台的真正原因。19 世纪 50 年代，黄金充斥市场，导致 1852 年和 1853 年的利率下降。在此之后，利率水平不断提高，货币市场银根持续紧缩，但也没有能够阻止 1857 年危机的爆发。由于贴现率上升，发行票据总量持续增加，并随着贴现率的下降而下降，而没有和政策变动呈反方向变动，投机的主要形式是发行票据，随着贴现率的上升，投机似乎也日益猖獗。19 世纪 50 年代中期，有人建议英格兰银行将基准利率作为决定其储备水平的函数，并随其变动而变化，以帮助公众了解将发生什么事情。此建议被艾尔默·伍德（Elmer Wood）批评为根本不了解英格兰银行的业务模式。1863 年和 1864 年，英格兰银行两次提高利率，利率水平提高至 9%。该措施也许推迟了 1866 年大崩溃的爆发，但并未能阻止它。1864 年，法国完成了清盘；同一年，英国有两个实力较弱的投机商也被淘汰了，但大规模的通货紧缩却推迟了。1869 年 7 月，奥匈国民银行（National Bank of Austria - Hungary）提高了利率，但这一行动来得太晚，1869 年秋还是爆发了经济崩溃，与 1873 年发生在维也纳的大崩溃的情形较为相似。奥匈国民银行于 1872 年再次提高了贴现率。沃思（Worth）认为，在 1873 年最后一次提高利率后，奥匈市场上的外汇贷款利率水平为 5%，抵押贷款（Lombard loans）利率水平为 6%，两者都太低了。纽约联邦储备银行以同样的方式和同样的时间于 1929 年 8 月 9 日将贴现率从 5% 提高至 6%，当然，同样没有产生任何效果（除了加剧危机外）。

1873 年，英格兰银行先后对贴现率进行了 24 次调整，也正因如此，才得以幸免受 1873 年 5 月发生于奥地利和德国的危机以及 9 月发生于美国金融危机的影响。到 1873 年 11 月，英格兰银行的贴现率水平已达到 9%，这主要是为阻止德国人提取法兰西—普鲁士战争赔款中剩余的英镑。这一做法是否代表着在爆发危机的可能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性中能够成功地进行微调，或是仅仅增大了短期资本流动的敏感性？从我所得到的二次文献来看，确实不太清楚。

在1907年美国的经济恐慌中，纽约以外的银行在纽约的信贷总量达到了历史上前所未有的水平，但这仅仅是信贷扩张的准备活动，同时，纽约在伦敦市场大量借入通融票据——如果将纽约以外的银行在纽约的信贷按金汇兑本位计算（当然，这样做的基础是银行存放同业款项可被视为储备资产，但没有必要成为接受存款的银行储备的一对一债权）。但由于中央银行缺位，纽约不可能实行自主的利率政策。在伦敦，美国借入资金导致黄金出口增加，迫使英格兰银行于1906年提高了利率。随后，英格兰银行对市场进行道义劝告，告诫银行继续接受美国的票据融资将会威胁市场稳定，是不受欢迎的行为。这一举措帮助缓解了市场的过度繁荣，但仍未能防止1907年3月“富人的经济恐慌”以及10月全面恐慌的爆发。

如果中央银行的政策制定者们真的无所不知、无所不能，那么，他们完全可以利用中央银行的武器来稳定信贷体系；他们也完全能够纠正由于信贷无限扩张的本性和市场全面崩溃的可能所引起的不稳定性。但是，“不存在限制一笔个人信贷扩张的积极措施”。

中央银行业产生于抑制信贷增长和控制信贷不稳定的过程中。金融市场从唯利是图的私人银行发展到中央银行，是一个显著的进步。1825年，英国市场已就私人银行和中央银行的分工达成以下协议：伦敦和各省的私人银行在经济繁荣时出资，而英格兰银行则在危机时出资，以防止出现预期自致型危机（self - justifying）。美国在1837年以前一直没有中央银行，因此，纽约的一些主要银行既是利润追逐者，又是国家存款的拥有者，前者使得它们成为信贷的不稳定因素，后者又迫使它们不得不防止信贷出现不稳定。在此，短期利益与长期利益存在矛盾，私人利益与公共利益存在矛盾。没有人要求纽约的银行为公众利益采取负责任的行动，并且，没有人清楚这样做对他们是否真的有利。这是在政治、经济和公共利益领域都存在的一个普遍问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章 关键阶段

预期变化

在我们的标准危机模型中，首先是外部冲击引发经济过热，继而出现投机狂热，随后金融资产价格上涨的势头会突然终止，并出现价格下跌。随着金融资产价格的下跌，人们对未来的预期越来越悲观，全面的恐慌随即而至，紧接着是经济的崩溃。这一过程的次序是很清晰的，与欧文斯通伯爵（Lord Overstone）阐述的模式一致。欧文斯通伯爵是19世纪中期英国的一位知名银行家，他对这一危机模式的评价深得沃尔特·巴杰特赞同："经济活动沉寂、经济状况改进、信心增强、经济繁荣、市场骚动、过度贸易、风云突变、经济增长面临压力、滞胀，最终再次以经济活动沉寂而告终。"欧文斯通将导致危机的投机狂潮划分为五个阶段，或称为五种不同类型的骚动。

理性预期理论依赖如下假定，投资者的预期随外部冲击事件的出现而调整。即每一次冲击事件出现时，投资者们都会同时、迅速地评估其对不动产、股票和商品长期均衡价格的影响。但综观整个金融发展的历史，我们会发现，现实世界中的预期调整或缓慢或迅速地发生着变化，各社会群体认知外部冲击事件时而不同、时而相同，且在不同时期，对资产价格的预期会出现不同的情形。也就是说，理性预期理论的假设难以获得历史证据的支撑。

信贷市场的不稳定是促使投资者的主观判断由自信转为悲观的重要因素。信贷不稳定会使很多借款人（包括个人投资者和企业）意识到：他们的资产负债率太高了。于是，这些借款人对未来经济前景的预期会发生变化，他们会因此削减自己的消费开支，以节省资金偿还贷款或增加储蓄。有的企业会将其分公司（divisions）或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其他独立运营机构卖掉以回笼资金偿还欠款。放款人也会意识到贷款有巨大的信用风险，他们会要求高风险借款人提前偿还贷款或追加担保。当贷款到期时，他们也不愿继续发放新贷款。与此同时，放款人对新申请贷款的审核也变得更加严格。

经济困境阶段可能持续几周、几个月，甚至几年，也可能在短短几天时间内集中爆发。美国1929年股市崩盘后的市场低迷持续了四年之久，直到出现一个新的、对经济进行强有力干预的政府，经济才算有了起色。1990年1月开始，日本出现股市崩盘、房价暴跌，在之后超过十年的时间里，日本经济始终一蹶不振。1998年，韩国遭受了亚洲金融危机的冲击，但到1999年初，韩国经济就走出颓势，重回快速发展的轨道。1997年，中国香港受到了亚洲金融危机和回归中国大陆成为特别行政区双重事件的影响，在此后的五年时间里，中国香港的经济发展一直停滞不前，深受通货紧缩的困扰，其房产价格下跌了40%～50%。美国股市在2000年初和2001年曾经出现两次较大的跌幅，与此同时，也伴随着房地产财富的大幅缩水。

还有这样一个问题：政府干预能否熨平经济波动？在预期形成的过程中，政府发挥了重要的作用。政府能否阻止市场在投机狂潮和骚动期间形成的悲观预期，从而防止金融危机的发生呢？当股票价格、房地产价格和大宗商品价格不断上涨形成泡沫时，政府是否应该采取措施消除其不利影响呢？

警讯

有这样一种观点，如果政府比投机者掌握的信息更多，那么，解决危机的正确方法就是由政府公开披露信息或说明它的经济预测，以帮助市场掌握充分的信息。也就是说，如果政府掌握了一些投机者所不知道的信息，应该将之公诸于众，以消除人们对投机的担心和恐惧。很多政府官员对未来的经济和金融前景有其自己的看法，但这些看法是不全面的，且常常是互相矛盾的。必须由总理、中央银行行长或财政部长亲自出面阐述其政策看法，才能形成统一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的“政府观点”。

理论上说，政府官员的观点阐述可以消除经济过热，但从历史中难以找到多少支持这一论断的根据。不同人群对政策观点的理解程度各不相同。对于明智的人来说，一个字的提示也许就够了，但对于另外一些人来说，长篇大论也只是对牛弹琴。比如说，资产价格的年均涨幅为 20% ~30% 时，即使政府出面表示担忧，很多投资者或投机者也可能对此劝告置若罔闻，因为他们可能并不认为这样的涨幅过高。

历史上，1825 年就曾出现过这种警告。许多作家将 1720 年 6 月的《泡沫法案》（*Bubble Act of June* 1720）看成是警告罗伯特·沃尔波尔（Robert Walpole）和乔治二世国王南海公司股票泡沫投机的信号。但事实上，该法案的真实目的是压制南海公司的竞争对手，避免其将南海公司所需资金吸引走的其他泡沫和欺诈行为。1749 年，该法案进一步强化了对欺诈行为和市场准入行为的管制，并一直延续到 19 世纪才废止。

从 19 世纪开始，在投机行为出现高潮时，当局都会不定时对市场参与者发出警告，但效果并不显著。1825 年春，英国首相肯宁（Canning）、财政大臣、利物浦伯爵、弗朗西斯·巴林爵士和 W. R. 麦克库洛克（W. R. McCulloch）等人都在《苏格兰人》杂志上撰文警告市场，已存在过度投机的现象。但这些警告不仅未浇灭投机的火焰，反而更激发了市场的投机情绪。在 1825 年 12 月的经济崩溃与恐慌中，利物浦伯爵兑现了他在 9 个月前许下的不救助投机者的诺言，未采取任何拯救投机者的措施。1837 年，时任英国贸易委员会主席的波莱特·汤普森（Poulett Thompson）严厉批评当时市场上弥漫的投机情绪。但他也表示，这次投机不同于 1825 年的投机，因为在这次投机中，人们只是将资金虚掷在国内投机项目上，而不是国外的投机项目。

1837 年秋，赌博情绪穿越英吉利海峡，传染到了比利时和法国。比利时和法国当局也作出了种种努力抑制投机，包括禁止对票据和企业股票进行报价等。但事后证明这些努力都是徒劳的。据说，当时投机的发展已经远远超过了伯思（Bourse）计划的狭隘框

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

架，很多对投资一窍不通的人，如小孩和领退休金的老人，甚至"妇女和外国人"都卷入其中。里奇（Liège）、维维尔（Vervier）和安特卫普商会都严厉谴责股票市场的投机行为。比利时国王甚至拒绝批准一家原本拟成立的银行——工业互助银行。后来，投资增速真的减缓了，但这更多的是经济周期的自然结果，并不是当局行政管制的功绩。1839 年 7 月，法国税务大臣拉马丁（Lamartine）再次对投机发表了看法，特别警告了对铁路证券进行担保的投机行为。

官方对投机唯一有效的制止是一位法国评论家对 1857 年危机的评论。1856 年 3 月，法国内务部大臣对一些欺诈者采取了法律行动。事后，国王拿破仑三世亲自向身为评论家、作家的欧·德·瓦利（O. de Vallée）表示了敬意。瓦利主张对可疑的金融操作采取严厉的处理措施，在其主张下，参议院通过了相关法令。法兰西银行也将贴现率提高至 10%。拿破仑三世于 12 月 11 日发表了一封公开信，声明他决定暂不采用非常手段来应付投机，但在遭受意料之外的大危机时并不排除采取此类手段。根据德·奥梅森（d'Ormesson）的说法，此后，经济狂热有所减退，同时，对 1857 年危机的回忆也反映出法国商业的某种荣耀。但并非所有的评论家都赞同这一点，如罗森伯格（Rosenberg）就认为政府的警告和行动都为时过晚。

1869 年，奥地利国民银行采取了限制投机的措施，结果导致了一场"大崩溃"，但与随后四年的情况相比，这次"大崩溃"只不过是一场小危机。在此时期，爱德华·拉斯克尔（Eduard Lasker）议员的警告和呼吁同样无济于事。1873 年 2 月，拉斯克尔揭露了普鲁士政府，尤其是商务部与铁路特许权持有人之间的利益输送丑闻，但他在制止投机方面仍然影响有限。

与之相比，1888 年，《经济学家》杂志登载的一系列文章传递的警告信息更为及时。它们揭露了阿根廷的土地债券（Cedulas）问题。1888 年 4 月《经济学家》的一篇文章写到"该债券……很可能……出现违约。普莱特河两岸的不动产价格目前仍在不断上涨，但一旦出现财务困难，这些不动产很难出售。"同年 5 月的另

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一篇文章进一步指出："不动产'繁荣'的崩溃肯定将大大压低土地债券的价值，而这种繁荣的崩溃是很可能发生的。"但不管多么及时，这些警告依然无济于事。

更具纪念意义的是保罗·沃伯格（Paul Warburg）卡桑德拉[①]风格（Cassandra – like）的言论。沃伯格是库恩·洛伯（Kuhn Loeb）有限公司的合伙人，他与其他人一道奠定了美国联邦储备体系。1929 年 2 月，沃伯格随当时的美联储主席公开警告，纽约股市过高的价格及其表现出的一系列特征让人们联想到 1907 年的经济恐慌。市场意识到这一点后，曾有过短暂的停顿，但随后又重拾升势。前面曾提到，美联储主席格林斯潘也曾于 1996 年 12 月发出关于"非理性繁荣"（irrational exuberance）的警告，但也对抑制投机无济于事。1999 年 8 月，格林斯潘又提出美联储制定利率政策时应考虑股价因素，并于同年 8 月再次将联邦基金利率上调 0.25%。但不幸的是，这一表态仍然没有引起市场的注意。

试想一下，如果不动产和股票价格不理会他们的警告而继续上升，那么他们的警告就会越来越缺乏公信力。经济预测人员也许知道（或者他们自诩自己知道）不动产和股票的长期均衡价格水平，但他们对市场偏离这一均衡水平的预测和解释却让人难以信服。1929 年大萧条中，罗杰·巴布森（Roger Babson）就曾因在错误的时间作出正确的选择而损失惨重。巴布森在 1928 年就清空了自己客户的全部股票，但这些股票在随后的一年里不断上涨。

向市场发出信号的时间选择也是一个复杂的问题。当局希望它们的警告切实有效，就必须掌握好宣布的时机：一方面，要宣布得足够早以利于市场健康发展，另一方面，也应宣布得足够晚以使其更为可信、更引人注意。前任美联储主席曾有这样一句名言："政府不愿意在派对狂欢时收走酒杯"，因为这会引发公众的抵触情绪。

如今，中央银行很愿意将货币政策的重心放在控制消费物价指数（或其他物价指数）的过快增长上，"通货膨胀目标制"成为他

① 卡桑德拉为希腊神话中特洛伊的女预言家。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们信奉的信条。但问题是，如果股票或不动产的价格上涨超过其长期均衡水平时，中央银行是否仍对此无动于衷、不管不问。事实上，仅仅通过道义劝告，很难有效抑制市场的投机情绪。

财务困境

探讨金融危机时常常使用困境这个词。在此，困境至少有两层含义：一是表示困难的状态，二是表示危险的形势。商业困境（commercial distress）反映了第一层含义，而财务困境（financial distress）则主要反映了第二层含义。一般来讲，商业困境是指价格和交易行为的大幅下滑，并导致许多商业企业和工业企业破产。对单一企业而言，财务困境意味着企业盈利前景大打折扣，债务利息和本金可能无法偿付，信贷状况趋向恶化。财务困境意味着需要某种调整或改变，对于企业来说，面临财务困境意味着企业濒临破产的边缘。而对银行来说，财务困境可能要求其进行资本重组。财务困境会导致融资难，以至于很多投资项目都可能由于无法获得融资支持而下马。

还有很多形容词可用来描述从经济狂热末期到崩溃与恐慌[①]初期的状态，如不安、担心、紧张、紧迫、压力、不确定性、不利情况、脆弱性等。更生动的描述包括市场上丑陋的一滴雨（an ugly drop in the market）或暴风雨般的气氛（a thundery atmosphere）等。此外，还可以用气象学词汇进行类比："人们再一次感受到了暴风雨来临之前的压抑。"有时也可用地质学词汇来形容。1845 年秋，欧文斯通伯爵致信他的朋友 G. W. 诺曼（19 世纪 20 年代英格兰银行行长蒙太古·诺曼的祖父）时写道："我们目前还没有到经济崩溃的地步，仅仅是脚下的地面有了轻微的震感。"当时距 1847 年危机爆发仅有两年时间。米切尔·查瓦莱尔（Michel Chevalier）也用地震来形容这段时期，他在美国时，曾致信友人谈论杰克逊总统与美国第二银行间的纷争。信中这样写道："信贷的普遍崩溃，不管

---

① 古典经济学家们通常称其为风云突变或信贷紧缩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其持续时间多么短暂，也要比最可怕的地震令人恐惧。”另一位法国作者也提到了“灾难即将来临的预感。”德国人则这样比喻：“1782 年的秋天，弓弦张得太紧，随时可能崩断。”

在现实中，困境是一种难以定量描述的情形。当某些变量的值对平均值发生了很大幅度的偏离时，投资者可能会变得敏感起来。回顾过去，人们可能会发现，当以下指标偏离正常状态时，市场是怎样变得紧张的：中央银行的准备金率、大量企业和个人的债务资本比率或债务财富比率、银行贷款损失与自有资本的比率、应偿外债与出口总额的比率、股票的市盈率以及不动产租售比率等。有时，人们会对这些比率施加限制，当接近这一限制时，人们会对这一指标格外注意。如根据 1844 年的《银行法》，英格兰银行对纸币发行上限进行了限制；1893 年美国财政部规定，最低黄金准备金为 1 亿美元；1924 年法兰西银行规定了对财政部透支的最高限额；1931 年 6 月根据道斯计划（Dawes Plan），美联储对里奇银行规定了黄金对储备的比率；1932 年 2 月《格拉斯—斯蒂格尔法案》通过前，美国实施自由兑换黄金的政策。投资者一般认为，如果一国未偿还外债与 GDP 总量的比率（即债务率）达到 60%，该国就可能处于财务困境，债务率越高，风险就越大。1857 年，英国财政大臣在谈到限制措施时这样写道：

当你实施一项限制措施时，它必须能够提高人们对危险的警觉，在危机时期应使人们感觉到它的存在，这是毫无疑问的。人们在那一时刻感到了危险的存在，他们开始计算还有多少资金，以为更困难时做好储备。制定这一限制措施可能有多种方式，可能是以议会法令的形式，或者像托马斯·托克（银行学派的领导人之一）所提议的，以某种使用方式的形式，又或像法国一样，由法兰西银行全权决定。总之，在危机期间，该限制措施必然能够强化警讯的作用，这一点是毫无疑问的。

二十年后，一位法国官员再次表达了同样的看法。当时的法兰西银行在没有硬性和迫切的法律要求的情况下，仍然有保留其需求负债总量三分之一的特种储备的传统。他对此进行了驳斥：“在此，没有必要要求维持一个固定比率。那将是不明智的……存在一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个固定的和绝对的限制是可怕的。”的确，超过这一限制也许只会产生心理上的负面影响。1924 年 3 月，尽管精明的银行家们意识到法国货币供应量的小幅上升并不会带来实质性的危险，但公众却认为法兰西银行对财政部透支的最高限额规定是衡量经济健康与否的重要指标。正如一位部长所说，法国人已经接近了对法郎的信心弹性极限。

很难将导致财务困境的原因与财务困境的症状分开考虑。导致财务困境的原因主要包括在银根紧缩时，资本市场上对现金的需求，一些或所有资本市场利率的急剧上升，国际收支逆差和破产增多，商品、证券、土地和房地产价格停止上涨等。这些现象相互联系，是信贷机制超负荷运转、超出正常界限的特征。

19 世纪，发行证券时只需认购者支付部分资金，其他资金可以在以后缴足。这种资本金缴付制度加剧了财务困境。在 1825 年和 1847 年的英国以及 1882 年的法国，要求继续支付证券资金（这部分资金是证券发行人需要的，原因是资本支出的不断增加）的结果往往使投资者陷入尴尬境地。他们原本打算在下一次支付到来以前出售证券，以谋取利润。托马斯·图克（Thomas Tooke）在 1825 年论述了这种尴尬的严重后果，因为现金支付要求是紧迫的，而利润前景却是遥远而不确定的。英国曾于 1847 年 1 月出现过这样的情况，当时，仅铁路股票要求支付的现金总量在一个月内就达到了 650 万英镑。

类似于连环信的证券发行的弊端终于在 1720 年 6 月、7 月和 8 月的南海公司事件中暴露出来，该公司当时多次企图通过发行新股来筹集资金。最为严重的是，在 1881 年一年中，巴黎就有总面值达 50 亿法郎的 125 只新股票出售，而当时巴黎的年储蓄额大约仅为 20 亿法郎。其实那时并不是私营企业大量上市、向公众募集资金的年代，19 世纪 80 年代末的英国和 20 世纪 20 年代末的美国才是大量企业争相上市融资的时代。以上两个国家在上述时期中，私营企业所有权可以转化为公共股票，而不需注入新的资金。

如果投资者和投机者已经习惯了价格上涨以及隐含在价格上涨中的虚假利润，那么，价格上涨的结束将导致他们的财务困境。有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的投资者购买资产所借款项的利息远远高于出售资产带来的现金收入，也就是说，他们面临负的现金流。而这些投资者原本指望通过投机品的价值增值获得更多的担保贷款，以偿还先前贷款的本息。当资产价格上涨势头终止时，投资者马上陷入财务困境，因为他们已经无法偿还所欠贷款的本息了。

财务困境也可能产生于一国资金流出的增加——包括农业歉收，进口需求增加，国际金融中心的利率提高，吸引了国内资金，使资金离开了本国金融市场等。在这种情况下，国内信贷市场的信贷供给就会萎缩、银根收紧，这是由银行体系储备金的减少导致的。

资本外流可能只是潜在的因素。伦敦货币市场在 1872 年就经历了困难的阶段，当时，由于普法战争赔偿，里奇银行（Reichsbank）需要大量可以转换为黄金的英镑。此外，1925 年 4 月，由于资本外逃和法郎定价过低，法国人积累了大量英镑，这些英镑面临着随时被兑换成黄金的威胁，这实际上是对英镑悬上了达摩克里斯之剑。由于担心这些资金逃离英国，英格兰银行在制定政策时也处处受制。为了制止法郎升值的势头，法兰西银行于 1926 年底推出了一系列货币稳定措施，也在其国际收支账户上累积了大量的英镑盈余。这样一来，法国将其持有的英镑全部或部分兑换为黄金的可能性，就成为牵动伦敦市场神经的重要因素。

事实上，财务困境的本质是信心缺失。之后将发生什么呢——是随着经济各方面的修正，对未来信心的慢慢恢复？还是价格崩溃、经济恐慌、银行挤提，人们争先恐后地将流动性较差的资产转换为现金？

詹姆斯·吉布森对这一问题进行了简要的描述：

当主要的客户遭到失败、陷入绝境，经济中弥漫着绝望的情绪时，银行家们并不总是那样麻木不仁，他们了解市场风险，因此会发放大量信贷；公众的兴奋被激发到令人担心的程度，以至于需要一家“伟大的交易所”（great house）的倒闭，才能刺破“强大的泡沫”（mighty bubble）。可谁又知道那是一个泡沫呢？又有谁知道今天还没有到达压力的最高点，明天仍不会开始退潮呢？这时，事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

情逐渐回到它们原来的轨道上，信心恢复并最终证明了将不会有泡沫破裂。

困境会持续多久？

如果像1866年的法国、1873年和1907年的英国那样，没有经济恐慌，财务困境可能会逐步消退。在美国，1979年邦克尔·亨特的白银投机失利、1984年伊利诺伊大陆银行的倒闭以及1998年长期资本管理公司的倒闭都带来了严重的恐慌。如果从1982年8月算起，美国金融界经历的财务困境时间相当长。当时的危机是由第三世界的辛迪加贷款，以及所谓石油地区储贷机构危机引起的。80年代末，有数以百计的银行和储贷机构倒闭，美国资产重组托管公司（US Resolution Trust Corporation，RTC）接受了价值高达数百亿美元的不动产抵押品。最终，这些不动产抵押品都出售给了公众，由于其价值并不被看好，其售价都大打折扣。

东京在20世纪90年代发生的财务困境与此类似，如果按照“盯市原则”进行衡量，大多数日本银行都应该破产，如果不是存款人相信政府会对这些银行出手相救，他们根本就不会将钱存到这些银行。日本政府对待问题金融机构的措施也是导致财务困境的重要因素：政府是应该关闭这些银行，还是应该通过更优惠的条件对它们追加资本？

1987年10月19日星期一，美国股市暴跌证明了这次事件在历史上不会被归为经济恐慌，因为它没有波及其他市场，而仅仅是一种“市场修正”，与理性预期完全一致。但是，这场危机的确影响了几乎所有主要的股票市场（东京市场除外）。如果将这次事件定性为财务困境的话，它持续了大约几周的时间，当时的投资者们一直在观望，以确定这次危机是否会波及股市以外的市场。

1998年夏，美国长期资本管理公司倒闭，与此同时，俄罗斯的金融市场也经历了一场危机。事实上，俄罗斯金融危机使得利率收益率曲线发生了微妙的变化，这种变化也在很大程度上导致了美国长期资本管理公司的破产。通常，我们将长期资本管理公司看做

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一家对冲基金（hedge fund），但实际上，它是一家未受监管的银行。长期资本管理公司是一家“很聪明”的公司，两位获得过诺贝尔经济学奖的金融专家跻身其高管队伍。它的资本金规模达 50 亿美元，而负债总额达 1,250 亿美元，财务杠杆比率远远高于一般意义的银行或对冲基金。除此之外，长期资本管理公司在期权、期货等衍生品交易市场上还有数百亿美元的风险头寸，这些表外业务对其资产和负债有着深刻的影响。在成立的最初几年，长期资本管理公司一直是一台称职的“赚钱机器”，通过衍生品投机交易大赚特赚。举例来说，30 年期的美国国债流动性较好，而 29 年期的国债流动性较差，市场容量较小，因此，29 年期的美国国债收益率高于 30 年期美国国债。长期资本管理公司发现了这一收益率差异，投入数亿美元同时做多 29 年期美国国债、卖空 30 年期美国国债，以此博取套利收益。两种债券间的收益率差异的确不大，但通过财务杠杆，进行巨额投入后的绝对收益相当可观。

很多借款给长期资本管理公司的大银行开始模仿其做法。这也使得在很多投资品种上，长期资本管理公司和大银行的交易成为主导市场走势的重要力量。

1998 年春，长期资本管理公司大量持有新兴市场国家债券，并卖空美国国债。但随着投资者对俄罗斯金融前景的预期变得悲观，新兴市场国家债券价格出现暴跌。与此同时，美联储推行宽松的货币政策，美国国债价格持续走高。长期资本管理公司在投机的两端都遭受了巨额损失，最终，其资本金被冲蚀殆尽。随着新兴市场国家债券价格的不断下跌，长期资本管理公司左右为难，如果它卖出其所持有的新兴市场国家债券，价格就会更快下跌，其持有债券的净价值也会更快下跌。

美联储担心长期资本管理公司的破产会给美国资本市场带来严重的系统性影响，并会出现相当长时期的财务困境，甚至影响美国国债价格。美联储动用了它的监管权力，要求长期资本管理公司的债权银行将债权转换为股本，最终借此出售了长期资本管理公司 90% 的股权。

财务困境之后发生经济崩溃或经济恐慌的间隔并无定数，也许

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是几个星期，也可能是几年。约翰·劳（John Law）的体系于1719年12月达到了顶峰，并于1720年5月崩溃，从荣耀的巅峰到一无所有只用了五六个月的时间。在1729年的南海泡沫事件中，人们在4月底时还在进行疯狂投机，到8月份，可怕的市场下跌就开始了，而市场的崩溃则始于9月初。荷兰市场从1763年3月开始出现财务困境，而真正的危机一直到7月阿姆斯特丹的德纽夫维尔银行倒闭才突然爆发。1722年初，英格兰银行提高了贴现率，踩下了投机的刹车板；艾尔银行于5月减少了业务量，但已为时太晚。福德斯（Fordyce）于6月10日潜逃，6月22日，英国的经济恐慌突然爆发；接下来的阿姆斯特丹危机一直持续到12月克利夫德公司（Clifford & Co.）的倒闭。

1789～1815年危机的爆发是由一些特定的、具有深远影响的事件所引发的，诸如路易十六于1793年1月被推上断头台（某人被砍头通常都是具有深远影响的事件），法国人于1797年2月在弗希盖德登陆以及1799年对大陆封锁的渗透等。在以上事件中，财务困境的影响有限，但经济恐慌实际上却是立即爆发的。另一方面，1809～1810年，随着大陆封锁的加强，以及向巴西的出口过多，难以消化，自1809年中市场压力开始缓慢增大，到1810年中，这种压力迅速积聚，到1811年1月，破产终于达到了顶峰。

1847年1月铁路股票认购中，进一步支付资金的要求导致了5月市场对谷物的投机达到了顶峰，该市场最终于8月崩溃，并于11月出现了全面的经济恐慌。1866年危机可以视做1864年棉花价格暴跌的滞后作用，棉花价格的暴跌在那一年导致法国爆发了经济恐慌。英国在1864年经历了两次“关键时刻”，一次是发生在1月与棉花价格预期崩溃有关的真正的危机，另一次发生在1864年第四季度。英国人在研究这一阶段时，似乎更看重投机性扩张，尤其是对贴现产生影响的投机和回溯至1863年的投机，以及一系列与信用流动公司（Credit Foncier）十分相似的企业利用资金炒作本公司股票的行为。例如，W. T. C. 金提到了阿尔伯特·高特瑟美尔（Albert Gottheimer），他以阿尔伯特·格兰特（Albert Grant）的身份收购了英格兰信用流动公司，支付了100万英镑的实缴资本，或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

称之为名义资本。欧文伦德·吉尼公司（Overend，Gurney & Co.）于1865年7月摇身一变成为公众企业，当时正值经济繁荣的顶峰和“红利竞赛”时期，该公司的转变导致同年10月其股票的风险溢价达到100%。英格兰银行迫于压力，将贴现率从3%提高到7%；但只能撑到1866年5月，大崩溃还是爆发了。英国的这场危机持续了七个月的时间，从1865年10月到1866年5月，而法国的危机则延续了近两年半之久。

在美国，当秋季西部的银行从东部提取大量资金满足谷物运输的需要时，也正是经济紧张、危机和恐慌的时期，这很少会产生例外。因为在秋季，谷物交易商需要大量的信贷资金支付给农场主。斯普拉格（Sprague）认为由于收割较早，美国1873年的危机爆发于同年9月，并指出，危机的到来往往对经济界是一个很大的惊奇，1873年的危机也不例外。在此，有一个矛盾的现象，即资金的大规模流动导致了季节性的财务困境，而危机总是令人惊奇的说法又表明原本不应该出现什么财务困境。在1873年的危机中，1872年9月至1873年5月资金“过紧”，导致铁路建设从发行债券筹集资金转向了借入短期资金，可以将这种资金紧张看成财务困境的信号，加上季节性资金紧张的影响，从而突然引发了经济崩溃。

财务困境也许会持续下去，也许会按照自己的节奏出现波动。在1882年1月通用联盟银行崩溃前，曾经出现过三次毫不相干的财务困境，分别发生于1881年的7月、10月和12月。1907年10月的危机是大家预期到的（尽管斯普拉格坚持认为危机来临的准确时间无法预测），在此之前于3月发生了“富人的经济恐慌”，当时，被最广泛地用做金融票据抵押物的太平洋联盟股票下跌了50%。不过，市场很快就从这一打击中恢复过来，就像同年6月从纽约市政债券的失败[1]中恢复过来一样，也像市场很快从7月钢铁

---

[1] 当时占债券价值总量4%的2,900万美元的招标中，只中标了200万美元，其余全部流标。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场崩溃的打击中，以及从8月标准石油公司事件①的打击中恢复过来一样。但市场并不是每一次遭受打击都能很快恢复，如1907年10月尼克尔波克尔（Knickerbocker）信托公司的倒闭对市场打击很大，市场用了很长一段时间才恢复元气。1929年财务困境的恢复从6月一直持续到10月的最后一个星期。

日本用了十年时间才从20世纪90年代初的财务困境中走出来，并很快又陷入了新的财务困境中。日本的很多工业企业不得不压缩规模，或采取其他措施降低成本，实现盈亏相抵。在1950年至1990年的40年间，日本的工业企业一直依赖银行为其日常营运和投资行为筹措资金。日本的商业银行也很愿意为其关系企业发放新贷款，虽然按照"盯市"标准，它们已经濒于技术性破产边缘。而日本的银行监管机构并不愿意关闭那些已经难以维持的银行。这样一来，日本的金融损失风险成为一种"社会性"问题。这些损失最终由所有纳税人埋单，而并不将仅仅局限在直接受损失企业的员工范围内。

阿根廷分别于20世纪90年代末，21世纪初出现过两次财务困境，其货币体系最终于2001年1月崩溃。在20世纪80年代末，阿根廷经历了两年的恶性通货膨胀。以卡洛斯·梅内姆（Carlos Menem）总统为代表的新政府上台后，采取新阿根廷比索钉住美元的汇率政策，将其货币汇率固定在1比索兑换1美元的水平上。与此同时，阿根廷推行货币局制度，这意味着阿根廷中央银行只有在其持有的美元数量增加时才能增加本国货币供给，这也是货币学派的政策主张。在整个20世纪90年代，阿根廷政府的税收远远少于其政府开支，弥补财政赤字一部分依赖私有化的收益，另一部分依赖政府借款。由于20世纪80年代出现的恶性通货膨胀，阿根廷政府债券的实际价值大大降低，由于其严重的信用风险，投资者只肯购买阿根廷政府发行的美元面值的国债。随着阿根廷外债规模占其GDP总量比率的不断提高，阿根廷政府债券的利率也不断提高。到20世纪90年代末，这种严格管制的货币制度终于有了松动的迹

---

① 由于违反《反托拉斯法》，1907年8月，标准石油公司被罚款2,900万美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

象，一方面因为比索所钉住的美元升值，另一方面由于阿根廷国内的赤字规模不断扩大。1998 年 1 月，巴西雷亚尔的贬值加剧了阿根廷的经济危机，主要原因在于巴西是阿根廷主要的贸易伙伴。但另外一个问题是，阿根廷在保持比索兑美元的固定汇率水平时，能否解决其庞大的财政赤字问题。① 增加税收并降低政府开支的努力使得一系列的政治问题随之出现。当经济出现滑坡时，阿根廷人更不愿意增加税收。于是，经济逐渐滑入深渊。最终，阿根廷的钉住汇率制度崩溃，政府债务也违约了。

我们假定货币当局在危机时期并不仅仅站在一边进行道义劝说，而是确实做了一些实事，例如，推行紧缩货币政策，提高信贷投机的成本。当商品市场和资产市场同方向波动时，即一起上升或下降时，明确货币政策的取向是十分重要的。但如果在商品价格稳定或下降的同时，股票价格、不动产或两者同时出现危险的繁荣，当局将面临两难选择。这也是 1929 年美联储遭遇的情形。在美国的这次事件中，美联储，尤其是本杰明·斯特朗（Benjamin Strong）主席很难针对 1925 年和 1927 年时的情况选择适当的政策。当然，这里所谓的两难选择也就是不能一石二鸟，即无法通过一种货币政策工具实现双重政策目标。或者用一个比喻来说明，即瞄准两个没挨在一起的靶子，同时射中目标是很不可能的。20 世纪 80 年代末，日本银行处理不动产泡沫时也面临相似的情况。房价已经上涨到难以为继的地步，普通人要购房只能申请长达一百年的按揭贷款或者三代人共同偿还才能实现。与此同时，为了给投机降温而采取的紧缩信贷的政策，会导致整体经济的崩溃。

1996 年 12 月，时任美联储主席的格林斯潘做了其著名的“非理性繁荣”的演讲，格林斯潘对当时美国股市迅疾、猛烈的涨势忧心忡忡。但因为惧怕对经济增长和就业的不利影响，美联储迟迟不愿加息。到了 2000 年，美联储最为关注的问题变成了千年虫问

① 这是因为阿根廷人并没有很好的纳税习惯，阿根廷国内的税率较高，而税基较窄，阿根廷政府的工资很高，而政府工作人员的办公效率却很低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

题。① 在1999年的最后几个月，美联储的货币体系都以扩张为主，充足的流动性使得美国平稳地过渡到新千年。在此背景下，流动性总要找到一个突破口，因此，投机也就不可避免了。

危机的开始

学逻辑的学生一般都讨论过这样的问题：如果A将一个毒气弹扔到B脚边的地上，B将之扔给C，C又将之扔给D，如此不断持续，最后毒气弹在Y扔到Z的脸上后终于爆炸。这该责怪谁呢？是A，这位最初的肇事者呢，还是Y，这位最终引起爆炸的人呢？另一方面，危机的根源是投机和信贷发放过多；而引发危机的则是一些削弱市场信心的小事，它们迫使人们开始考虑倒闭的危险，因此将包括商品、股票、不动产、汇票、本票、外汇等在内的各种资产变卖换为现金。就引发危机的事件而言，它可能是微不足道的一件小事：一家企业的破产、某一人的自杀、某人的潜逃、某一件欺诈案的败露、拒绝向某一借款人发放贷款，或是观念的某种转变导致市场突然抛售某种资产等。接着，价格下跌，预期转变，而且转变的速度日益加快。当投机者利用借入的资金从事杠杆操作时，价格下跌使得他们面临着进一步交付保证金或现金的要求，或是面临进一步的清算。当价格进一步下跌时，银行贷款面临担保不足的风险，越来越多的商人银行、银行、票据贴现所或经纪商倒闭。信用体系摇摇欲坠，争夺流动性的竞赛就开始了。

找到最初的卖方几乎不太可能；同时，责怪他们也没有用。在此，可以运用共谋理论来进行解释。人们可以找出像1929年的约瑟夫·P. 肯尼迪（Joseph P. Kennedy）这样的熊市投机者，或是同年的伯纳德·巴鲁齐（Bernard Baruch）；或是像犹太新教卡特尔集团被指控于1882年在尤根·邦托克斯事件中所做的一样；或者如托马斯·盖伊那样，于1720年4月到6月间，在6个星期内出售

---

① 即由于一些软件问题导致计算机系统无法识别2×××年而可能致使美国计算机系统崩溃的问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了持有的所有南海公司股票，但每次出售不到1,000英镑的股票，共获得54,000英镑。他用挣得的资金捐助修建了伦敦的盖伊医院，该医院被人们认为是“对泡沫的最好纪念”。

有的人会跟风出售。有时这会是一个外国人。如在1847年的危机中，正是一个法国人（按照埃文斯转引S. 桑德斯的一篇文章）囤积了大量小麦，并于6月和7月将7万夸脱的小麦运到了英格兰，并使得市场价格远远低于当时的一般水平，小麦价格从每夸脱96先令下降到56先令，这导致了大量从事谷物贸易的企业破产。但这种事情并不普遍。由于受暴风雨灾害的影响，以及爱尔兰和欧洲大陆的马铃薯病，小麦价格从1846年8月的每夸脱46先令上涨到1847年5月的每夸脱93先令。1847年7月，由于当年风调雨顺以及丰收前景可期，小麦价格出现暴跌。英国小麦和面粉进口从1846年的230万夸脱上升到1847年的440万夸脱（每夸脱相当于8蒲式耳），可以肯定的是，这种变化在一定程度上得益于玉米法令的撤销，而7万夸脱在进口总量中所占的比重却微不足道。另一方面，法兰西也有自己的问题：1846年，其谷物收成之差堪称百年难遇（同时马铃薯歉收更是雪上加霜），而1847年的丰收也可堪称百年难遇。不过这种情况在当时是普遍存在的，可想而知当时英国的小麦投机已经十分猖獗。

有人认为德国投资者大量抛出阿根廷政府债券的行为引发了1890年的巴林银行危机。德国投资者确实于1888年停止购买阿根廷政府债券，这可能由于以下三个原因：（1）出于当时市场上普遍存在的不安情绪的考虑；（2）很多投资者担心阿根廷汇率的不稳定；（3）德国国内的经济繁荣使得德国投资者将包括俄国债券在内的很多外国债券抛售。德国人的抛售行为确实带来了财物困境，但并没有直接导致金融危机，因为在他们抛售阿根廷政府债券后，英国投资者购买了阿根廷政府发行的2亿英镑债券中更高的比例。1888年11月，布宜诺斯艾利斯下水管道工程公司发行350万英镑债券失败，巴林银行觉得有义务通过承兑贷款借款给阿根廷公司。而1890年原材料价格的下跌使得阿根廷政府在贷款到期时根本不可能偿还贷款。在经过了两年的困难时期后，1890年11月爆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发了巴林危机，这也正是英格兰银行警告巴林兄弟公司（巴林银行），要求其限制承兑额度（1890 年夏，巴林银行承兑总额达 3,000 万英镑）的结果。同年 10 月，纽约危机爆发。11 月，价值 400 万英镑的承兑汇票到期后，巴林银行无法通过增发新股或继续拆借短期资金出售手上剩余的证券，危机随即爆发。

新的信息也许会突然引发一场经济崩溃，例如，当有人披露巴黎—里昂—马赛的铁路耗资远远超过 3 亿法郎，而不是当初预计的 2 亿法郎的消息时，就突然引发了一场大崩溃。更重要的是，此次崩溃的根本原因是法国铁路建设原材料大量依赖进口使得法国国际收支逆差居高不下，以及 1846 年农业的歉收和 1847 年的丰收。美国的格兰杰（Granger）运动引发了 1873 年的经济崩溃，格兰杰当时的行为在一定程度上类似于今天的环境保护主义者。他于 19 世纪 60 年代和 70 年代初主张通过立法对美国各州之间的运输管制进行规范，制止歧视性收费，建立管理委员会，甚至规定最高运输费率。为获取信贷，发行了巨额铁路证券——包括一系列“多余和荒谬的”企业的建立，例如洛克福特（Rockford）、洛克爱兰德（Rock Island）和圣路易斯一线铁路（St Louis line），它们都以面值出售股票。最终，股票价格跌至 1 美元面值只能卖 6 分钱——原因是人们预期各州政府将控制铁路股票，因此当时的乐观情绪戛然而止，人们争相出售铁路债券变现。

至于偶然的“危机起爆器”，这类事件就如轮船失事一样鲜见。1799 年，尼德兰的利率维持在 12% 和 14% 的水平上，食糖价格与封锁突破前的顶峰时期相比，下跌了 35%，试图救助阿姆斯特丹危机的英国商人们为其筹措了大量现金，总共 100 万英镑的现金被送上了路丁驱逐舰，其目的地是德克塞尔，那里的人们正急切地盼望着该舰的到来。不幸的是，在一场风暴中，该舰沉没于荷兰海岸，缓解危机的所有希望随之破灭。与此相似的另一大历史事件发生于大约 60 年后，当时，1857 年的纽约危机正处于爆发边缘，9 月 15 日，在本已极度紧张的宾夕法尼亚、辛辛那提和芝加哥，又传来了新的消息，从巴拿马开往纽约，载有价值 200 万美元黄金的“中心美洲号”轮船，从加利福尼亚开始就没有了消息，目前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

已经过了其本应到达的日期。两天后，才得到该船已经沉没的消息，并且损失了大量生命与货物。

因此，事故也可能引发危机，但旨在防止事故的行动也可能引发危机，或者说，当局出于其他目的采取的措施也可能引发危机。H. S. 福克斯维尔（H. S. Foxwell）在评述 1808～1809 年危机时就描述了这样的情形：

拒绝和所有其他人住在一起一直被认为是危险的行为。个别行动容易引起别人的反感，尤其对于中央银行来说，单独行动更容易引起反感。也可能此中央银行曾经试图运用 1795～1796 年危机的解决方法，我指的是同意以优惠利率贴现票据……（为了保证货币流通）这肯定对市场施加了极大的压力，并冒着引发经济恐慌的风险……该银行对大量小型、管理不善的金融机构（乡村银行）的清偿负责，但不敢要求它们说明情况，以免诱发整体信贷崩溃。

福克斯维尔指出了中央银行的两难处境。如果不按市场规律行事，将使得信贷市场进一步失去控制；但如果按照市场规律行事，则可能刺破泡沫并引发市场崩溃。

刺破泡沫的针孔

泡沫的特性在于其最终会被刺破，然后像孩子们玩的气球一样，空气会迅速泄出。日本出现了严重的房地产泡沫和股票泡沫，在 1990 年初，新上任的日本银行行长推出了一系列政策行为刺穿了这一泡沫。他先是明令禁止房地产贷款占贷款总额的比率增长，在此之前，房地产贷款占贷款总额的比例每年都上升 5%～6%。这一措施使得原本依赖房地产贷款购买不动产的居民和企业无法通过新获得的贷款偿还以前贷款的利息，于是，他们不得不出售部分不动产以回笼资金，维持了资金链的正常运转。但如果有人不这样做，泡沫就会因为一些事件的出现而被刺破。

20 世纪 90 年代末，美国股市出现了严重的泡沫。从 1999 年开始，美联储出于对千年虫问题的担心，向金融体系提供了大量的流动性。到 1999 年底，美联储对美国金融体系提供的流动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性已相当可观。很多资金流向了其他领域，甚至流向股票市场，推动股价走高。而当美联储2000年试图收回金融体系的流动性时，泡沫就被刺破了。黄金年代迅即变成了灾难，收回流动性的行为导致了利率迅速提高。

1997年，由于“传染效应”的影响，很多亚洲国家出现了资产价格泡沫。1997年7月2日，泰铢出现了大幅贬值。除中国台湾和新加坡之外的其他存在贸易逆差的亚洲国家和地区，都依赖外国借款为其贸易逆差融资。亚洲企业更愿意借入美元，因为当时的美元利率远远低于其本国货币的利率水平。泰铢的突然贬值，使得外国借款人意识到，如果他们不继续提供外币贷款，亚洲国家将更无法维持其本国货币汇率的稳定。于是，流入的资金不断减少，预期自致型危机就出现了。

危机处理政策的有效实施经常遇到时滞问题的干扰。在面临减少了金融体系内部现金总量的外部因素时，提高贴现率也许会有效地引导资金回流。伦敦城流传着这样的说法：英格兰银行只要将贴现率提高至10%就可能“将月球上的黄金吸引过来”，但要产生这样的效果需要多长的时间呢？这一问题也是银行学派和货币学派关于1844年《银行法》和中止该法的必要性，以及设立最后贷款人必要性的争论中的核心问题之一。1825年和1836年是英国经济的繁荣时期，但投机盛行造成了大量黄金外流，从而导致了市场紧张。有一种观点认为，在英格兰银行提高利率以降低负债之前，经济繁荣时期就已过去；因而，从紧的货币政策与大宗商品价格的下跌一起引发了危机，这迫使英格兰银行改变方针，下调利率并发放信贷。银行学派认为是由于贴现率的提高，而不是繁荣的顶峰导致了资金的枯竭，并导致了现金的快速回流。另一方面，货币学派则对此持两种另外的观点。一种观点赞同银行学派的上述观点，而另一种观点以欧文斯通伯爵为代表，认为中央银行的贴现率操作存在政策时滞，因此要求指定一定的最后贷款人行使职能以填补这一时滞缺口。

霍特里指出在商业银行及其内部传导机制之间可能存在时滞：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

银行家们也许会采取正确的措施，但之所以爆发经济恐慌，是由于他们采取措施的过程太长：他们也许真的检查出了当时的基本危险因素……终止新订单带来的压力……但新的信贷需求仍然很高，现金枯竭的现象也依然存在。结果可能是银行爆发恐慌情绪，它们并不了解它们所采取的措施（即清理老订单储备）明显无效的原因，绝望地认为很难将自己从破产的边缘拉回来，因此尽管债务人处境窘迫，他们仍然回收贷款，从而引发了自己和客户的一系列破产。

事实上，这时的根本问题是无法找到完美的标准帮助银行把信贷发放总额控制在一定范围内。

除政策时滞和贴现政策失误外，当局在财务困境初期就轻率采取行动，也可能引发经济恐慌。1836 年夏，美国银行向英国股份合作银行发放的承兑贷款不断增加，英格兰银行拒绝对任何一张持票人为英国股份合作银行的票据进行贴现，并特别要求其利物浦代理机构不得对在英国的七家美国银行中的所谓三家“W 字母打头的银行”（即维金斯银行、威尔德斯银行和威尔逊银行）的任何票据进行再贴现，这一行动“似乎是报复性的”，并立即引发了恐慌。随着恐慌的爆发，英格兰银行不得不改变其政策。它于 10 月与三家“W 字母打头的银行”进行了漫长的会商，于 1837 年第一季度扩大了这三家银行的贴现额度，但仍未能防止它们在同年 6 月倒闭。英格兰银行的本意是阻止信贷的危险性扩张。但信贷是一件十分敏感的事情，预期可能会迅速改变。

如果经济恐慌的表现形式是对一家或很多家银行的挤提，那么挤提往往始于小额存款人。最近一段时期以来，俄亥俄州、马里兰州和罗德岛州的一些未参加联邦存款保险的银行遇到的麻烦就属于这种情况。联邦存款保险公司是一家国有保险公司，仅收取少量保费为银行提供存款保险，所有在联邦注册的银行和储贷机构都必须参加这一存款保险体系，但上述地区的一些银行却并未参加。另一方面，股票市场恐慌常常被认为是进行大笔交易的内部投机者，或诸如共同基金、养老基金和保险公司等机构投资者集中出售证券的结果，有的也许遵循了类似于程序贸易的模式。对富兰克林国民银

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行的挤提是由其他银行进行的，尤其是地处纽约且拥有大量资金的银行，它们拒绝在富兰克林的外汇期货交易中履行义务借给联邦资金，或购入富兰克林国民银行发行的大额定期存单，除非是以很高的利率成交。这种高利率要求反映了它们对富兰克林国民银行的不信任。伊利诺伊大陆银行1984年出现的危机使其他大银行在存款到期时不愿续存，致使其在联邦基金市场和离岸金融中心同时出现资金枯竭。小额存款人的利益受联邦存款保险公司的保护。在1987年10月股票市场的崩溃中，波士顿对冲基金中的菲德里蒂（Fidelity）集团，是在10月19日纽约股票交易所开市前伦敦市场上的一个大卖家。它发出的这些交易委托被反馈回纽约，以至于开市时，卖出的交易委托就已经堆积如山。面对股票市场上信心的丧失，许多对冲基金持有人在此之前纷纷赎回了自己的基金份额，菲德里蒂未能迅速作出反应。因此，当出现现金缺口时，该对冲基金不得不出售股票以获得现金，而这一行为恰恰发生在股市崩盘之前。

在1997年亚洲金融危机爆发之初，国际货币基金组织的救助措施引发了印尼国内一系列银行的破产。国际货币基金组织要求印尼政府将其国内最大的15家私人银行国有化，并对其提供资金支持。事实上，这相当于给这15家银行提供了存款保险。但这一措施造成了其他私人银行的危机，随着存款人在银行破产之前争相挤提存款，这些银行很快便倒闭了。

崩溃与恐慌

经济崩溃意味着资产价格崩溃，也许其诱因是一家重要企业或银行的倒闭。而经济恐慌，也就是“没有任何原因的突然逃亡”（其出现可能来自于擅长制造恐怖袭击的潘恩大帝），可能发生于资产市场或从流动性较差的资产向较好的资产（如货币和政府债券）突然转换的过程中。但在此过程中，政府是不会垮台的，因为它可以不停印发新钞票。金融危机的爆发可能涉及其中的一种或两者兼备，其顺序可以任意排列。南海公司和索沃德银行（Sword

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Blade Bank）的崩溃几乎将英格兰银行拖垮。而 1929 年的大萧条和纽约股票市场的恐慌加速了其他资产市场上的变现，如商品市场上的变现，最后导致信贷市场崩溃、工人失业、生产停滞。但它并未导致货币市场恐慌，即未出现利率急剧上升或银行挤提等恐慌，这也许是由于美联储采取了扩张的政策，将大量资金注入纽约市场的结果。1893 年，由于市场对美国在面临白银利息压力的情况下继续保持金本位制度的能力缺乏信心，货币市场面临压力，并最终演变为对银行倒闭的恐慌，并给证券市场带来了压力。

这里存在一个连锁反应机制。贷款减值使得资产价格和大宗商品价格不断走低，价格下跌降低了抵押品价值，银行开始回收贷款或拒绝发放新的贷款，这迫使商业企业出售商品、清理库存以回笼资金，这又将导致商品价格的进一步下跌，从而造成更多的企业倒闭。投资者出售证券，企业推迟偿还欠款、不再进行生产投资，都将使得商品价格进一步下跌，也会导致抵押品价值的进一步下跌。如果企业倒闭，银行贷款成为不良贷款，银行也会随之倒闭。随着银行倒闭，存款人会抽回资金（在存款保险制度建立以前尤为如此）。随着存款被抽回，银行要求回收更多的贷款，因此，会有更多的证券被抛售。商业企业、工业企业、投资者和银行都极其需要资金——在这种情况下，质量最差的证券已找不到买家，只能出售其持有的信贷质量最好的证券，而证券价格也会随之下跌。陷入困境的企业、公司和居民也许会在一段时期里按兵不动，希望价格能够再次上升，使得受损的贷款重新从低谷中走出。而稽核人员也许会以另一种方式看待银行的贷款和证券价值，他们将根据成本而非市场价值来核查贷款和证券价值，延长贷款期限，或向处境窘迫的借款人发放新的贷款，以使他们有能力支付当期利息。但当银行破产时，就必须解决坏账这一棘手的问题。价格、清偿力、流动性以及对现金的需求①都是相互联系的。正如斯普拉格所说，不仅仅是银行机构，而且还有居民、企业和银行，它们“十分类似于一排砖，抽走任何一块都会威胁其他各方的稳定。”这一比喻虽然是陈

① 在德语里是 Bargeld，法语里是 Numéraire。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

词滥调，无疑却是十分恰当的。

在经济恐慌的高峰阶段，很难获得新的资金。人们对此的描述往往是夸大其辞的，但至少对 1825 年的情形的描述是真实的：

隆巴德大街上的银行家们在星期六①打电话给（英格兰银行）行长，告诫说如果允许这样一家与 47 家乡村银行有关联的企业最终倒闭，那么，伦敦的所有银行都将发生挤提。

最终，该企业还是被关闭了。于是，恐慌在公众中蔓延，这是以前从未发生过的：每个人都祈求得到资金，但以任何条件都很难获得资金。《时代》杂志这样评论："人们考虑的不再是证券的特性，而是制造货币的不可能性。"

不管意味着什么，根据胡斯克伊森（Huskisson）的观点，这就是 73 家银行倒闭后的情况，在 24 小时内英国重回物物交易时代。正如英国公爵谈及这一事件时所说，"这是一件好得令人诅咒的事情——是你一生中难得一见的挤提。"由于英格兰银行用白银换取了法兰西银行的黄金，也由于英格兰银行的好运气，它在耗尽了 5 英镑和 10 英镑面额的钞票（这是它当时发行的所有纸币）时，在库房里发现了 1797 年遗留下来的一批 1 英镑面额的纸币。通过增加货币供应，英国得以避免倒退到以货易货的时代。在政府的允准下，这批纸币于 12 月 17 日发行，并"产生了令人惊讶的效果"。

美国也出现过类似情况。1857 年，纽约中央股票（New York Central Stock）价格从 93 美元下跌到 61 美元，也有的资料称该股票是从 96 美元下跌到 36 美元。猪肉价格从每桶 24 美元下跌到 13 美元；面粉从每桶 10 美元下跌到 5～6 美元。9 月，由于宾夕法尼亚、马里兰、罗德岛和弗吉尼亚在这个月的最后 4 天里相继有 150 家银行倒闭，利率水平从 15% 上升到 24%。恐慌于 10 月达到了顶峰，全美国共有 1,415 家银行倒闭，年利率上升至 60%～100%。当然，这是短期拆借资金利率。

经济恐慌阶段出现高利率的情况是不可避免的。利率水平可能

① 12 月 12 日，乡村银行的恐慌影响到了波尔·宋顿公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高到离谱的程度，例如隔夜拆借利率达到4%，有时也被用于特定贷款，如1884年的同业拆借资金，当时最高信用评级的商业票据的贴现利率仍保持在4.5%～5%的水平上。在1907年恐慌开始阶段，由于现金的风险溢价，日利率高峰时达到5%的水平。也许，流动性紧缩的极点是在1907年，当时有一家银行在哈佛与耶鲁的一场足球赛中，将面值为1,000美元的入场券仅以48美元的价格出售，目的是快速回笼资金。2001年，美联储的政策突然变化，将市场利率突然调低，这一迅速而过度的变化使得当年的美国股市出现了短暂而剧烈的调整。结果导致了不动产再融资高潮，数百万计的美国人通过房产抵押获得再融资，并用部分资金购买汽车和其他耐用消费品，或是进行度假消费。美联储将一年期利率水平降为1%，而当时的通货膨胀率约为2%，实际利率为－1%。负利率导致了美国房地产市场的空前繁荣，纽约、波士顿、华盛顿和洛杉矶等地的房价都出现大幅上涨。评论家们一直疑惑，股价下跌带来的通缩效应是否在很大程度上被房价上涨带来的泡沫效应抵消了。

暴雨过后，洪水会随即消退吗？经济的繁荣与衰退如何从一个市场（国家）扩散至另一个市场（国家）？所采取的抑制经济恐慌的国内国际措施为何对此毫不奏效？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章 经济繁荣与投机过热

让我们回顾一下世界现有的摩天大楼的建设史。纽约的帝国大厦建于 1929 年；位于马来西亚吉隆坡的国家石油公司双子塔建成于 1993 年；位于中国上海浦东新区的东方明珠电视塔建成于 1995 年。在 20 世纪 80 年代末，世界上一半的摩天大楼都建在东京。而到了 90 年代中期，摩天大楼的建设都转移到中国上海和北京。

摩天大楼建设与资产价格泡沫间有着很强的联系。这些动辄高达八九十层甚至上百层的摩天大楼也成为 19 世纪金融泡沫的体现。所以，现在才会建设那么多的音乐厅、艺术博物馆、学生活动中心和大学。这些文化中心都是由富人或富裕家族捐建的，而这些富人们的财富多数是在经济繁荣时期累积起来的。

经济繁荣与资产价格泡沫间也有着很强的联系。我们都知道，20 世纪 80 年代末日本最畅销的书是《日本第一：美国的教训》。在泰国、马来西亚及其周边国家的资产泡沫破裂之前，世界银行也曾推出一本名为《东亚奇迹》（*The East Asian Miracle*）的书。随着美国股市泡沫的破裂以及美国财政赤字危机的不断加剧，关于美国新经济的报道也越来越少。资产价格的变化与家庭财富水平直接相关，并将直接影响居民企业的消费开支和日常开支。

资产价格与国民收入增速之间有两条传导途径。一条传导途径是由于资产价格的上涨使得居民财富增加，随着资产价格的上涨，居民的财富和储蓄目标很容易达到。居民会将其增加收入中的更大部分用于消费支出，更少部分留做储蓄。另一条传导途径是通过股票价格影响投资支出。随着股票价格的上涨，企业可以从现有投资者或新进入投资者那里以更低的成本获得更多的资金，很多原本盈利预期不太理想的项目也纷纷上马。然而，对不同的企业来说，“使用资本的成本”也各不相同；市盈率（股价对每股收益的比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率）越高的公司的资金成本越低。由于资金成本很低，股价较高的企业通常更倾向于进行实业投资或直接购买机器设备，因为即使它们的投资回报率一般，其获得的总收益也相当可观。

有这样一句话“股市是经济的晴雨表”。在过去的三次大萧条中，股票市场已经很好地发挥了晴雨表的功能。美国在20世纪30年代初的大萧条出现之前，股市已经历了4~6个月的深跌。20世纪90年代初，日本的股市和房地产市场双双暴跌，随之经济也出现了深度调整。唯一的例外出现在2000年的美国股市，当时股价出现一轮快速下跌，而随后的两年间美国只出现一场程度很轻的经济停滞。

经济活动与资产价格之间存在着一种对称关系。经济景气性好，则资产价格上涨；经济景气性差，则资产价格下跌。在经济繁荣阶段，企业为获得更多利润、增加净财富水平，会不断举债经营。银行也会增加信贷供给，并放松其贷款标准。而当资产价格泡沫破裂时，银行将不得不承担大量呆坏账损失，有的银行甚至会出现资本金不足的情形，它们不得不宣告破产或被其他资本金充足的机构兼并，以获得新的资金，继续维持下去。

资产价格与经济景气度之间强烈的正相关关系提出了关于影响机制的方向问题，即这种影响是由资产价格影响到总财富，再影响到经济整体，还是从经济整体影响到资产价格？

在经历了从中央指令式经济到市场经济的转变后不久，阿尔巴尼亚就出现了庞式高息揽储的骗局。事实上，这一诈骗伎俩在很多转轨国家都曾出现过。

在转轨过程中，银行监管的步伐缓慢，使得很多银行没有得到严格的监管。银行家们对储户承诺的月利率水平高达30%~40%。在这一利率水平下，财富的增长速度是相当惊人的。举例来说，如果月利率水平为35%，则储户将1,000列克（阿尔巴尼亚货币单位）存入银行，经过一年的时间，他获得的本息高达64,000列克。进入这一骗局的储户一心盯着自己存款的增长，却忽视了存款的安全。有的阿尔巴尼亚人辞掉了自己的工作，因为对他们来说，通过复利获得的收入远远高于他们的工资和薪金等劳动所得。有的人因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为账面财富增长迅速产生的财富效应，大大增加了自己的消费水平。而精心设下这一骗局的人需要吸引资金不断进入，才能支付前期资金的利息，维持这一骗局的运转。

当这一骗局大白于天下的时候，很多阿尔巴尼亚人异常愤怒。而其本国的产出水平也受到了很大影响，经济出现了停滞，这时由于居民财富总额缩水严重，人们不得不增加储蓄。

资产价格泡沫（至少是严重的资产价格泡沫）总是与经济繁荣相联系的。与之相对应，资产价格泡沫的破裂也总是与经济萧条相联系，并可能带来大量金融机构的破产。金融机构的破产会摧毁信贷渠道，并对整体经济产生影响。

郁金香投机狂热

在此，我将从郁金香投机狂热开始。荷兰郁金香的价格在 1636 年秋增长了数倍，其中珍稀品种的增长更加骇人听闻。一些分析人士，尤其是笃信经济理性和市场效率的分析人士质疑对花球茎的笼统称谓是否合适。因为郁金香有很多不同的品种：有的品种非常珍稀，有的品种则很普通。郁金香花球茎的种植类似蛛网增长模型，一旦种植，花球茎需要经过六至八个月的成长期才能开花，且每一个花球茎都可以繁殖出很多小花球茎。

但无法解释为什么不同品种的郁金香，不仅仅是珍稀品种，而且如金冠、瑞士人或白冠等常见品种，都在所谓花市或其他农村地区的公共场所进行同样的交易，其价格也同样经历了暴涨与暴跌的轮回。

一个很有趣的事实是针对郁金香投机的狂热始于 1636 年 9 月以后，事实上，那时已经不可能检查郁金香花种，因为按照正常程序，所有的花球茎此时都已种植入土，这样才能在来年春天开花。很多花球茎买家购买的是埋在土里的花球茎，他们在购买时根本没有看到其真正的成色。因此，1636 年 11 月到 12 月及 1637 年 1 月对郁金香的疯狂追逐是在没有任何样品参照的情况下进行的。

当时的荷兰只处在金融发展的初级阶段，银行信贷并不发达，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人们的交易方式往往只能通过分期付款。西蒙·查马（Simon Schama)，一位历史学家，他提供了大量范例来说明这种情况。在其中一个范例中，购买一磅白冠花球茎（在荷兰语中称为 Witte Croon，由于是普通品种，因此按重量出售），到交货时总共需付 525 荷兰盾（一般是下一年的 6 月交货），但如果马上付清，则需交给卖主 4 头奶牛。其他以分期付款形式交付卖主的物品还包括大片的土地、房屋、家具、金银器皿、油画、西服和大衣、马车和一对有深灰色斑纹的马等；如果一次付清，则需交付价值为 2,500 荷兰盾的商品、两个拉斯特（一种重量单位，因商品和地区的不同而异，一般在 4,000 磅上下）的小麦、4 个拉斯特的黑麦、8 头猪、12 只绵羊、两大车葡萄酒、4 吨黄油、1,000 磅奶酪、一张床、一些衣料和一只银烧杯。

郁金香投机热并不是孤立的偶然事件。17 世纪 20 年代，在经过了 12 年的休战后，荷兰与西班牙间的战争再次打响，荷兰经济一直处于萧条状态，但在 30 年代却有了大幅的复苏。荷兰东印度公司的股票价格在 1630 ~ 1639 年翻了一番，其上涨主要在 1636 年初以后，该股票价格从 1636 年 3 月的 229 荷兰盾上升到 1639 年 8 月的 412 荷兰盾，到 1640 年，又上涨了 20%，达到了 500 荷兰盾。17 世纪 30 年代早期，房屋价格下跌，但到了 30 年代中期却又“暴涨”，同时，各方也大量投资于下水管道工程、西印度公司和运河。杨·德·弗莱斯（Jan de Vries）曾提到 Tre kschuit，一个大型运河游艇项目，已于 1636 年开始建设，并于 1640 年达到“发烧”的程度。该项目对运河两岸的城镇都进行了相应的建设，以保障商人和官员们在任何时候都可以旅行，不必再等到风向和天气适宜时才能航行。1636 年，该项目确定了两条从阿姆斯特丹到小城镇的路线，其中的一条在雷登（Leiden）和德尔福（Delft）之间。1659 年和 1665 年，复杂的工程建设进入高潮阶段，不过杨·德·弗莱斯将该项目与郁金香投机热联系在一起，并将之与1622 ~ 1660 年荷兰经济的飞速增长也联系在了一起。

约翰逊·伊斯雷尔（Jonathan Israel）写道，应将郁金香投机过热与当时荷兰经济普遍繁荣的背景联系起来，它是“小城镇生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

意人、小饭馆老板和园艺家”把辛苦工作挣得的大部分钱又投向其他项目的一次投机过热。这一观点支持了盖伯的观点，即也许根本没有发生过所谓的郁金香投机狂热，因为在它之后并没有出现经济衰退。实际上，在1650～1672年，荷兰经济极度繁荣，尤其是豪华住宅、城市建设和绘画业均十分繁荣，随着1672年法国的入侵，城市建设和绘画业才开始崩溃。而在此之前，17世纪40年代的荷兰经济增长在一定程度上已经有所放慢。繁荣的顶峰阶段，出现了“钟表热”和“钟楼热”。在雷登的大型运河游艇乘客上下的高塔顶端的白门上，装上了一座大钟，以保证游艇的准时。

是否是由郁金香花球茎价格下跌带来了经济的整体萧条呢？答案是肯定的。其中的联系机制在于居民意识到自己财富的缩水，减少了消费支出，才导致经济崩溃。

股市与房地产市场

股市的泡沫与房地产市场的泡沫是相关联的。两个市场之间存在三条联系渠道。第一条渠道是在很多国家，尤其是小国和处于工业化初期的国家，房地产公司和建筑企业以及与之相关的企业（如银行等）在其股票市场中占有举足轻重的地位。第二条渠道是那些通过房地产价格泡沫迅速积累大量财富的人，会有强烈的意愿使其资产组合尽量分散化，以控制房地产市场的投资风险。但除了选择进入股票市场外，其他的投资渠道还非常有限。第三条渠道与第二条渠道类似，即那些通过股票价格上涨而获利颇丰的人，倾向于购买更大、更昂贵的房子，也更倾向于购买第二套房子。曼哈顿的房价走势与纽约股票市场走势就是密切相关的。

霍默尔·哈伊特（Homer Hoyt）写了一部名为《芝加哥地价一百年》的著作。该书跟踪研究了芝加哥这个城市在成长过程中所经历的五次房地产繁荣与萧条的周期。通过追踪，他认为美国1928～1929年的股票市场表现与土地、住房建设地基、商用房产以及其他城市中心地带和郊区房地产价格的表现息息相关，几乎同涨同跌。关于这一点，他引用了《芝加哥论坛报》1890年4月的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一篇社论：

在经济繁荣转而崩溃的废墟上，发现了这些人的杰作，他们在买进房地产的同时明知价格的虚假，但仍然愿意以此价格购进房地产，仅仅是因为他们知道会有更傻的人从他们手中买走这些房地产，并带给他们相当大的利润。

芝加哥房地产市场的投机"声名鹊起"，柏林先是沉浸在1870～1871年对法兰西战争胜利的狂热之中，后又沉溺于房地产投机，人们将其爆发的房地产投机称做"施普雷（Spree）河上的芝加哥"。1873年，柏林和维也纳的繁荣与纽约股票市场的繁荣有关。有一位作家声称，在1871年的芝加哥，每两个男人或四个女人中就分别有一个投资房地产。该阶段，投机泡沫一直不断膨胀，直到1873年夏。

很容易理解投机狂热从一个市场向另一个市场的蔓延。当价格快速上涨时，先来的投机者纷纷撤离市场。获得投资收益不要求任何特殊的专业技能。当股票市场崩溃时，股东们，尤其是那些以高价买入股票的股东，发现自己陷入麻烦，因而不得不想办法从负债中脱身。而那些财物杠杆比率较高的投资者也会很快发现财富缩水速度如此之快，使得他们只能选择尽快出售其持有的股票。

房地产投机者一开始并不会感到懊悔。他们的债务不是经纪商所发放的隔夜贷款，而是来自银行的长期贷款。他们拥有实际资产，而不仅仅是账面上的资产。他们可以等待他们所期待的很快到来的经济复苏。

投机的降温导致房地产和土地建设的需求日渐低迷。然而，税负和贷款利息却照收不误。哈伊特曾在书中极富预见性地指出，经济情形恶化是缓慢而无情的，房地产投机者的情况越来越糟。其放款人，尤其是银行也备受煎熬，不得不承担大量的信贷损失。在1933年的芝加哥，200家银行中有163家出现信贷违约。在1930～1933年的几年间，美国共有4,800家银行倒闭，导致银行倒闭的最大原因是房地产贷款，而不是股票经纪人的破产。

哈伊特的分析直至今天仍具有相当大的启发意义。尤其是其对股票市场和房地产市场的分析，对理解20世纪90年代日本股票市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场的崩溃具有重要意义。房产价值的大幅下跌使得很多不动产抵押贷款借款人不得不选择违约。银行贷给信用合作组织和其他类型的金融公司的贷款也出现了大幅减值，这是由于这些机构也曾发放了大量的不动产抵押贷款，承担了巨额的信贷损失。银行由于持有大量不动产信用贷款，减值冲蚀了其资本金。

1987 年 10 月美国股票市场发生了严重问题，美国货币当局为了控制经纪人贷款出现风险而向银行体系注入了大量资金，从而迅速解决了这一问题。当时实施的 50% 的保证金比率要求很有帮助，但这一政策对资产投资的保险却没什么好处。因此，房地产市场经历了漫长的痛苦时期。房地产建设速度放慢，新建设项目也推迟上马。写字楼空置率急剧上升，但上升速度有时并不一样，这往往取决于地理位置，取决于该项目是否处于市中心、中间地带，或是处于 80 年代经济繁荣时期形成于郊区的“城市边缘地带”。

洛克菲勒中心的案例是对哈伊特观点的经典说明。在位于曼哈顿中心地带的洛克菲勒中心被出售给三菱实业后，洛克菲勒公司拥有了价值 1.3 亿美元的不动产抵押贷款债权。抵押品由一家不动产信托投资公司（也就是所谓的 REIT）持有。1987 年，该信托公司试图增加信托收入，主要手段是利用短期贷款购回正以折扣价格出售的债券，获得的收益用以支付红利。1989 年，由于房地产市场情况加速恶化，该信托公司决定出售信用证，付清短期债务。该公司的董事会主席说“这是当时能做的最审慎的选择”。也许，正是哈伊特的书让他了解到在股票市场崩溃后，房地产市场将长期处于萧条。经过了一段较长的痛苦时期以后，该信托公司破产了。

日本房地产价格泡沫是从 20 世纪 50 年代开始的。第二次世界大战使日本经济遭受了严重的创伤，在此之后，日本的名义 GDP 和实际 GDP 都出现了快速上涨（仅在 1951 年，人均收入水平出现了衰退，降到了 1940 年的水平）。日本出口额快速增长，出口商品范围从廉价的玩具、纺织品，到自行车、摩托车，再到钢铁、汽车、电子产品等，包罗万象。从 80 年代初到 80 年代中期，日本政府的金融管制不断放松。20 世纪 80 年代中后期，日本银行为了刺激世界经济复苏而不断通过增加货币和信用供给而抑制日元升值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日本的房地产价格不断上涨，但其波动性也逐年增加。由于金融管制的影响，50 年代至 70 年代，日本的真实利率水平都是负的，即名义利率水平低于通货膨胀率水平。如果将 1955 年的六大城市房地产价格指数设定为 100，那么到 70 年代中，该指数就已经达到了 4,100，1980 年上涨到 5,800 左右，进行房地产投资的人是日本国内为数不多的真实收益率为正的群体。在整个 80 年代，房地产价格指数的增长率达到了 9%。在日本房地产泡沫最为严重的时期，日本全国的土地价值是美国全国土地价值的 2 倍。日本房地产价值总额与 GDP 的比率是美国同期指标的 4 倍。

1949 年 5 月日经 225 指数的基期数值为 100 点，到 80 年代初期，该指数就已上升至 6,000 点，经历了 80 年代后半叶的快速上涨后，1989 年日经 225 指数上涨到 40,000 点。随着股价的上涨，总市值的增长也很快，1983 年，日本股市的总市值为 1,200 亿日元，到 1989 年，达到 2,800 亿日元。

日本股市的火暴很大程度上源于房地产价格的飙升。房地产业的上市公司在日本股市中占有举足轻重的地位，很多房地产公司在东京和其他主要城市的中心区都有大量的土地储备。房地产价格的上涨和金融管制的放松使得日本国内大兴土木，房地产业空前繁荣。银行通常拥有大量的房地产和股票投资，因此，资产价格的上涨直接导致银行股票价格的上涨。日本的银行通常允许借款人以其房产作为担保进行贷款，随着房地产价格的上涨，担保品的价值不断提高，银行可以为借款人提供更多的贷款。而当时的日本银行为了尽快在规模上超过欧美银行，非常急于扩大其业务规模，因此，也乐于为借款人提供更多的贷款。而当时日本的工业企业也更加愿意借款进行房地产投资，因为房地产投资获得的回报率远远高于钢铁、汽车、电视等传统产业的回报率。

外国政府（主要是美国政府）的压力，是日本放松其国内银行管制的重要原因，而这又助长了银行信用支持股票和房地产投机的行为。美国之所以要求日本放松银行管制，主要有以下两个原因：一是由于美国的银行管制较松，日本金融企业进入美国较为容易，而美国金融企业进入日本市场就要困难得多；二是由于当时美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国出现了严重的财政赤字，美国财政部希望日本金融机构购买更多的美国国债。

日本放松金融管制的步伐在不断进行。日本在放松管制过程中采取的种种措施，尤为重要的也许是放松对大额存款利率的管制，大额存款的门槛从10亿日元（存款期限为3个月至2年）下降至1986年的5亿日元和3亿日元，1987年进一步下降为1亿日元（期限为1个月以上），1988年下降为5,000万日元和3,000万日元，到1989年，又下降到1,000万日元。这一过程初期，日本银行将其贴现率从1982年的5.5%下调至1983年的5%，1986年的3.5%和1987年的2.5%。1986年的下调是与美联储和德意志银行下调贴现率的政策行为同时推出的。但之后的政策行为却与之相反，美联储于1987年中期，德意志银行于1988年，分别开始缓慢上调利率。日本则直到日本银行的新任行长三重野（Yasuki Mieno）于1989年12月上任后才改变政策方向。这引发了日本1990年1月出现经济崩溃。危机爆发之时，正值银行丑闻揭露之际，有人告发一些银行与客户勾结，对一些优质贷款计提呆账准备金，并修改账目来掩盖以上行为，这一丑闻的曝光加剧了危机。

日本的经济繁荣表现在很多方面。企业对厂房和设备的投资大大增加。赫曼·卡恩（Herman Kahn）于1970年出版的《未来的超级强国——日本：挑战及应对》（*The Emerging Japanses Superstate: Challenge and Response*）所描写的情景几乎成为了现实。日本的企业占领了全球市场。日本的建筑业也在蓬勃发展，当时一个有趣的游戏就是数那些二三十层大楼的层数。建成了大量的高尔夫球场。一座邻近东京火车站的办公楼被命名为“太平洋世纪中心”（The Pacific Century Building）。

1989年的最后一个交易日，日本股市创出了新高，在随后的1990年，股市下跌了30%。直至2002年，日本股市的价格水平比其最高峰时仍然下跌了20%以上。日本的地产价格下跌速度相对较慢，但下跌周期要比股市长得多。

资产价格下跌的结果造成了很多日本金融机构资本金严重不足，但由于有政府的支持，仍然在维持经营。少量金融机构被要求

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

破产，但没有储户因此受到损失。部分日本商业银行购买了数以万计的法国油画等艺术品。很多高尔夫球场不得不面临倒闭。

随着经济增长速度的放缓，通货膨胀率也不断下降，十年后，价格水平也开始下降，出现了通货紧缩的情形。很多银行不得不出售其持有的艺术品投资。就如在沙漠里，持有黄金毫无意义。很多银行收回担保品，并急于将其变现，这种行为被很多企业所效仿，日本通货紧缩的压力进一步加大。类似的行为使得日本经济陷入“债务紧缩陷阱”（debt deflation trap）的恶性循环中。在当时的日本，平均每个月就有大约1,000家工商业企业破产。政府出面拯救了其国内三家大型信用合作社。一些银行（和保险公司）所遇到的困难由于其持有的外国资产损失而进一步复杂，这一题目将在下一章中进行探讨。日本经济的两位专家把日本在下一个十年里将面临的问题概括为“债务、通货紧缩、违约、人口问题和放松管制”。

商品价格、资产价格与货币政策

日本银行贴现率的下降，尤其是自1986年以来贴现率的调低是七国集团对其不断施压的结果。这是在人们普遍认为日本总体价格水平长期稳定的事实下开始的，它滋长了经济泡沫。汇率水平从1985年的240日元兑1美元升至1988年的130日元兑1美元。由于日元汇率的升值，日本对美国的贸易虽然仍然保持顺差，但差额却越来越小。

一个重要的问题是中央银行家们是否应该关心资产价格。许多中央银行家都以价格稳定作为货币政策的首要目标，他们有的采用批发物价指数（WPI），有的采用消费者物价指数（CPI）或GDP平减指数（GDP deflator），采用何种指标并不重要。近来，很多中央银行采用通货膨胀目标制，即中央银行通过其政策行为使通货膨胀率控制在2%以内。但如果股票或房地产泡沫的破裂将影响到银行的总体清偿能力（solvency），那么是否有必要认为中央银行家也应关注资产价格？有一种观点认为，资产价格应当纳入一般价格水

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平的核算中，因为在一个有效市场的世界里，它们可以预示将来的物价与消费。但这一观点假定资产价格由经济基本面决定，从众行为的影响并不会导致泡沫。

传统的中央银行并不愿意通过提高利率降低通货膨胀率。它们更不愿意针对资产价格泡沫采取措施，甚至倾向于忽略资产泡沫的存在，尽管中央银行通常在事后会宣称早已意识到泡沫的存在。美国股市在2000年和2001年的大跌就是资产价格泡沫的例子。问题在于为何美联储以外的人都很容易意识到股价的上涨是不可持续的。在20世纪20年代，新成立的美联储在其声明中就曾表达过对资产价格上涨的担忧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章 危机的国际传播

谁应为危机负责?

历史上一个十分普遍的现象是寻找危机的始作俑者。例如，美国胡佛总统一直坚持认为，欧洲应对20世纪30年代的大萧条负责。虽然他承认美国在这次危机中有一定的失误，尤其是对股票市场的投机方面，但他认为导致危机的主要原因是全世界小麦、橡胶、咖啡、食糖、白银、锌和棉花等大宗商品的生产过剩。主要责任还是应该由欧洲承担，尤其是欧洲的卡特尔集团，以及"欧洲那些没有勇气面对这些问题的国家领导人"。另一方面，弗里德曼（Friedman）和施瓦茨（Schwartz）却认为，金汇兑本位制的实施是导致当时国际金融体系脆弱性的主要原因，因此，此次危机起源于美国。他们指出，最初具有危机性质的事件——股票市场崩溃——在美国发生，而在20世纪30年代末期，导致货币存量开始下降的一系列因素也主要产生于美国国内。

更早些时候，美国总统杰克逊将1837年出现的金融危机归因到英国和美国：

在真相大白之后，似乎很难否认两个国家同样经历了金融市场的风云突变。这两个世界上市场经济发展程度最高的国家刚刚经历了高度的繁荣，在没有经历全国性大灾难的情况下，却突然遭遇了此次危机，陷入窘迫的境地和深深的痛苦之中。这两个国家所面临的情况几乎相同：同样的纸币发行和信贷供给泛滥、同样的投机气氛、同样的些许成功、同样的困难和逆境，最后，却遭遇了同样的淹没一切的大灾难。

尽管在危机发生后20年，观察家们将1836~1837年的经济恐慌称做"美洲的恐慌"，理由是这些恐慌主要产生于银行与美国的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贸易，但现代经济学家们却认为，这一论断既未能总结出各国在整个经济周期中因果关系的明确界限，也未能总结出它们在经济周期的每一阶段因果关系的明确界限。

弗里德曼和施瓦茨利用黄金价格的波动，论证了美国才是1920～1921年经济衰退的根源。

而另一位观察家却持不同意见：

（战后初期经济活动的下降）是怎么产生的……我认为答案肯定是：它是英国和美国这两个经济大国精心设计的。但并没有发现到底是由哪个国家首先实施的。当然，官方对此项政策的最早声明是出自英国方面的。另一方面，随后一段时期中，美国的政策对危机爆发也负有极大的责任。

只有很少几次危机是纯粹的国内危机——例如发生于1869年的美国黄金价格贴水危机、发生于1878年的格拉斯哥城银行危机和发生于1882年的法国通用联盟（Union Générale）危机等。在第一次世界大战前的五十年里，加拿大分别于1879年、1887年和1908年爆发金融危机，但在这几次危机中，能与将西欧、北欧诸国和美国联结在一起的金融事件似乎屈指可数。

在国际性金融危机中，出于显而易见的原因，有的国家能在国际性的危机中独善其身。如法国受普法战争赔偿的拖累，虽然于1871年和1872年经历了严重的通货紧缩，却逃过了1873年的金融危机。而在1847年，由于铁路投机狂热尚未蔓延至美国，且此时欧洲正值马铃薯疾病泛滥、小麦生产动荡之时，因而美国没有受到欧洲的影响，逃过了1847年的危机。

但在大多数情况下，国际金融体系的危机将从一个国家蔓延到另一个国家。几位观察家如尤格勒（Juglar）、米切尔（Mitchell）和摩根斯坦（Morgenstern）都认为，金融危机已日益趋于国际化，既可能各国同时爆发，也可能以某种方式从危机中心地带向其他国家蔓延。

国家间经济联系的一条重要渠道就是各国市场间的套利行为。套利行为是指在不考虑运输成本和贸易壁垒的情况下，相同或类似的产品在不同国家的价格应是相同的。而不同国家间的贸易联系是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有限的。如在19世纪30年代某国棉花价格飞涨，另一国的棉花价格也可能出现上涨。同样，1864年以后，棉花价格不断下跌，由于各国间套利行为的存在，这一价格下跌很快就成为世界性的。某种大宗商品价格的下跌，特别是小麦、棉花等交易广泛的商品，很可能导致银行倒闭。这种价格变化可能并不是由于供给和需求此消彼长导致的，而是由市场本身的脆弱性及各市场上的投机行为导致的。

同样，各国证券市场也存在类似的连通机制，也就是说，证券是在若干市场上交易的，由于套利行为，它们的价格可通过不同货币间的汇率兑换日益趋同。因此，在股票交易所挂牌交易的国际证券价格也呈现同升同降的趋势。国内债券价格波动往往与国际债券一致，这是由于两种证券价格间有心理上的联系或短期资本流动导致。

1929年，各国股票市场同时崩溃；1987年10月，除了受影响不大的东京股票交易所外，大部分工业国家的股票市场也同时崩溃，对于当时那些漫不经心的观察家而言，主要原因似乎是所有股票市场定价都过高。尽管人们认为20世纪20年代的金融市场并不像80年代那样一体化，但除了1987年的东京股票市场和1990年的纽约股票市场外，在大约60年的时间里，各国股票价格的波动都大致相同，这一点令人印象深刻。同样令人印象深刻的是，那些寻求投资多元化的投资者试图在不同国家的股票市场上购买股票，但最后发现很难实现投资分散化。

当证券价格变化幅度较小时，不同国家市场间证券价格的同步变化趋势较小。当证券价格变化幅度较大时，这种联系就变得更为强烈了。

股票价格在不同市场间的联系可能是不对称的，这一点自1990年以后变得更加明显。日本在20世纪90年代所出现的问题，美国并未出现，但当美国在2001年出现股价下跌时，东京、伦敦和法兰克福等地的股价也出现了下跌。墨西哥1994～1995年的金融危机波及了巴西和阿根廷，其背后的联系机制可能是来自美国的投资者在购买拉美国家的债券和股票时更加谨慎。1997年7月初，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

泰铢贬值导致的“传染效应”使得与泰国邻近的亚洲国家的货币在随后的6个月内也出现了贬值，甚至波及了巴西和俄罗斯。

传导机制

经济繁荣、经济危机与经济恐慌会通过一系列传导渠道在各个经济体间传递。这些传导机制包括对商品和证券的套利，各种形式的资金流动（如硬币、银行存款以及汇票），各国货币当局间的合作，以及往往被人们忽视的纯粹心理因素等。

资金流动使各国的证券市场和资本市场成为有机联系的整体。20世纪60年代末70年代初，美国爆发了通货膨胀，很多资金从美国市场转移到德国、日本及其他市场，结果导致这些国家货币基础增加，货币供应量扩张，也相继出现了通货膨胀。资本流动可能有其真实经济原因，如一国出现战争或叛乱、技术革新、新市场的开放、新材料的应用、各国经济增速的不同以及一国财政货币政策的变化等。很多国家允许国有企业私有化也会吸引大量外国投资者蜂拥而至。或者，当人们意识到某种货币在外汇市场上被“错误定价”时，也会引发大规模的资金流动。

试想一下，某国货币的升值往往对应着该国商品市场的通货紧缩（某国货币的贬值往往对应着该国商品市场的通货膨胀）。一国货币汇率在外汇市场上的上涨，也会导致该国国际交易商品价格的下跌，甚至导致银行破产和金融机构资本金不足。日元的升值就使得日本的国际交易商品价格面临下跌的压力。20世纪30年代，阿根廷、乌拉圭、澳大利亚、新西兰等国货币的贬值造成美国国内谷物价格下跌，并导致美国大量农场破产，一批农业金融机构倒闭，密苏里、印第安纳、伊利诺伊、爱荷华、阿肯色及北卡罗来纳等地受损最为严重。

一国的繁荣与萧条似乎会引起另一国的繁荣与萧条，其传导可能通过多种渠道。一国的经济繁荣会吸引大量外国投资，也会抑制其他国家的投资增长。最明显的例子发生在1872年，当时柏林和维也纳停止了向纽约发放贷款；1928年第二季度，纽约股票市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

开始繁荣，原因是大量外国债券涌入，并在 1929 年 10 月股市大崩溃之前使借入大量资金的借款人（德国、澳大利亚和拉丁美洲）陷入困境之中；1982 年，由于向第三世界发放的银行辛迪加贷款崩溃，墨西哥、巴西和阿根廷等国陷入危机之中。

20 世纪 80 年代末，斯堪的纳维亚国家的股票市场和房地产市场同时出现泡沫，如果将 1980 年该地区的股价指数定为 100，到 1990 年，挪威的股票价格指数上升了 3 倍，而芬兰和瑞典两国的股票价格指数则上升了 5 倍。

20 世纪 80 年代，日本国内出现了股票泡沫和房地产泡沫，该事件对夏威夷的房产市场产生了深远的影响。夏威夷正好位于东京到纽约的中点，特殊的地理位置决定了其特殊的产业模式。很多日本人选择到夏威夷度假，很多日本年轻人选择到夏威夷举办婚礼，很多日本人购买的第二套住房就位于夏威夷。日本的房地产公司在夏威夷购入大量土地，并在此兴建酒店和高尔夫球场，其中较昂贵的酒店每个房间每晚上的价格高达 800 美元才能抵补成本。当东京的经济繁荣走到尽头时，夏威夷也陷入了经济停滞的泥沼，很多人将之称为失去的十年（lost decade）。

劣币危机（The Kipper – und Wipperzeit）

这一病态的金融插曲十分有意思，这次危机也说明了危机本身可能由金属货币构成，银行信贷并不是必需的。此次危机中，王子、男修道院院长、主教，甚至是神圣罗马帝国的皇帝都减少了日常交易中成色不足的辅币（但不是大面值的金币和银币）的使用，这样可以提高现有货币的面值，用成色不足的劣币取代高质量的金属币，或是降低其贵金属含量，目的是在没有一个有效的税收制度和资本市场的情况下获得更多的铸币税——为 1618 年爆发的三十年战争筹备军饷。起初，降低金属币的成色仅限于国内。后来，商人发现，如果在国境线上用劣币向不了解情况的普通大众交换良币，并带回良币，再降低它们的成色，这种做法更有利于筹集军饷。结果，最初受到伤害的领地降低其硬币的成色，并将其转向邻

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

近国家来弥补自己的损失，筹集军饷。这样，为满足重新铸币的需要，越来越多的铸币厂成立了。

降低铸币成色的行为以各种各样的方式不断发展，直到辅币实际上已经没有任何价值，孩子们拿着它们在街上玩时为止，就像列夫·托尔斯泰在其短篇小说“傻瓜伊万”（Ivan the Fool）中描述的那样。

当地一些资料显示，成色不足的货币首次出现于意大利，后来通过康斯坦斯湖的切尔主教（Bishop of Chur）传入德国南部。但来自乌尔姆（ULM）的资料却显示，包括斯特拉斯堡在内的莱茵河上游区域的伪造行为尤其让人难以容忍。自1600年开始小规模发展以来，降低成色的行为逐步增加，到1618年以后快速蔓延，不仅扩散到了整个德国，而且还发展到了奥地利、匈牙利、捷克斯洛伐克和波兰，还有人认为甚至通过当时俄国的里沃夫扩散到了近东和远东地区。

南海泡沫和密西西比泡沫

阿克尔曼（Akerman）将1720年危机称做第一次国际性危机，因为1717～1720年期间，发生在法国和英格兰的投机性交易不仅影响了荷兰和意大利北部地区，连汉堡都受到了影响。南海泡沫和密西西比泡沫通过一系列方式联系在一起。早在1717年，英国投资者就紧紧追随着巴黎的克文坎佩克斯路（Rue de Quincampoix）事件，在这里，人们对约翰·罗伊的银行和企业的股票进行交易。到1719年5月，英国驻法大使斯塔尔收到了其在苏格兰亲友的来信，亲友们请求斯塔尔代他们购买 Compagnie des Indes 的股票。包括一些英国贵族在内的约3万名外国人涌入巴黎，亲自参与该股票的认购。5月，斯塔尔大使敦促英国政府采取措施与约翰·罗伊进行竞争，以限制资本从伦敦流向巴黎。罗伊的体系于1719年12月达到顶峰，一些投机者，比如查德斯公爵，开始出售南海公司的股票，购入密西西比公司的股票。

在英国投机者于巴黎抢购密西西比股票的同时，许多欧洲大陆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的投机者也在伦敦抢购南海公司股票。西尔多·简森（Theodore Janssen）伯爵手上握有一个长长的来自日内瓦、巴黎、阿姆斯特丹和海牙的认购者的名单。银行家马丁就是一位来自法国的投资者，他认购了500英镑的南海股票，同时说道："当世界上其他所有人都发疯时，我们必须以某种方式效仿他们"。当7月一些早期的觉悟者开始清盘时，挪用了20万英镑公共资金进行投机的伯尔尼省出售了其持有的全部股票，获得了高达200万英镑的利润。

当时阿姆斯特丹的情形介于巴黎与伦敦之间。显然，它在这场投机风暴中表现良好。据说荷兰人在一个十分恰当的心理时期出售了他们所持有的密西西比股票，在大崩溃中损失很小。1720年4月，也许有点过早，戴维·里维（David Leeuw）将其持有的南海股票清盘，购入了英格兰银行和东印度公司的股票。到当月末，荷兰银行家克雷利斯（Crellius）冷静地发现艾利股票交易所就像"什么也没有一样，似乎所有的疯子都立即逃出了疯人院"。6月和7月，从英国坐船到阿姆斯特丹需耗时24小时，7月16日，约有80位犹太人、长老派信徒和浸礼教徒回到了荷兰和汉堡，投机于欧洲大陆保险公司的股票，以弥补损失。

1720年秋，伦敦和欧洲大陆都出现了灾难即将来临的信号。萨缪尔·伯纳德（Samuel Bernard），这位法国银行家被派往伦敦出售南海公司股票，换取黄金带回法兰西，结果由于罗伊的投机机制崩溃，形势急转直下。荷兰银行则"缩短了航程，收回预付金，拒绝继续发放贷款，并出售了作为抵押物的股票"。当4月南海股票第一次上升，"法国、荷兰以及丹麦、西班牙和葡萄牙"都在买进该股票时，阿姆斯特丹的荷兰盾兑英镑汇率从35.4上升至36.1。到9月1日，由于"外国人失去了对英国证券的兴趣"，汇率比价又下跌至33.9。随后在恐慌的顶峰时期又恢复到35.2。

1763～1819年的危机

1763年的危机主要发生在荷兰、汉堡、普鲁士和斯堪的纳维亚，波及伦敦但也得到了伦敦的帮助。法国则没有卷入这场危机，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

七年战争的爆发使得法国得以幸免。乔治·查尔墨斯（George Chalmers），这位当时极具洞察力的观察家宣称，同期发生于美国的土地投机是导致这次危机的重要因素之一，但这一观点并未得到当时其他文献的支持。阿姆斯特丹曾是向英国盟友支付资金的集散地，当时的荷兰既投资于英国政府股票，又投资于 Wisselruitij（融通票据链），导致了信贷的急剧扩张。正是利用融通票据链在资金极少的基础上构建了令人眼花缭乱的大厦，并向斯德哥尔摩、汉堡、布莱梅、雷普兹格（Leipzig）、阿尔托那（Altona）、纽贝克（Lubeck）、哥本哈根和圣彼得堡的商品交易所开具了大量票据。除融通票据外，在阿姆斯特丹流通的还有根据商品运输安全开具的票据。汉堡曾警告阿姆斯特丹的票据所，除非向德纽夫尔（De-Neufvilles）提供援助，否则它将停止支付其票据。从某种角度看，这一警告来得太迟了。从另一方面看，阿姆斯特丹拯救该企业计划失败的原因是该企业声誉太差。长期来看，德纽夫尔本来可以偿还其 70% 的债务，但各票据所却在知道这一点前与债权人达成了协议，偿还了 60% 的债务。最终，汉堡的债权人不得不苦苦等待 36 年，直到 1799 年才收回了相当于 60% 的债权。而在普鲁士弗雷德里克二世统治时期，爆发了"致命一击"（Coup de Grace）事件，他于 1759 年降低了银币成色以赢得战争，并决定收回旧的银币，发行在阿姆斯特丹铸造的新币，并以荷兰银行家开具的信贷为基础。但在发行新币之前就回收旧的硬币给信贷体系施加了通货紧缩的压力。

正如我们以后将看到的，伦敦拯救了阿姆斯特丹，并接手了荷兰对斯堪的纳维亚和俄罗斯相当大比重的贸易和金融业务。在普鲁士，弗雷德里克大帝也不得不援助那些由于其票据拒付而陷人危机中的柏林商人，而这与他先前的意愿大相径庭。瑞典企业在 1762 年初秋也纷纷开始抱怨其票据在阿姆斯特丹被拒付，不能用于支付，同时，寄去替代票据的汇款却被留下。人们在阿姆斯特丹是否应试图出售其持有的英国证券以挽救自己这一点上争论不休。威尔逊声称阿姆斯特丹正是以这种方式将危机传到了伦敦，而卡特尔则坚持认为，她没有从往来账目中发现阿姆斯特丹商人出售英国证券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的证据。

我们可以继续列举许多危机。1772 年的危机从苏格兰和伦敦波及阿姆斯特丹，后来影响到了斯德哥尔摩和圣彼得堡。而大量硬币从巴黎流向伦敦也引起了 1792 年恐怖统治时期（Reign of Terror）的运河和乡村银行投资热，这一投资泡沫于 1793 年 1 月路易十四执政时期达到了顶峰。贵金属的流动于 1797 年掉头，当时，在执政政府管制下，货币秩序多多少少得到了恢复。

1810 年英国爆发的危机可能被人们认为是高度集中于一国范围内的。当时，英国的出口商先是向巴西出口过渡，然后又由于封锁减少了向波罗的海国家的出口。事实上，当时这场危机也波及汉堡和纽约。

1816 年和 1819 年危机的爆发也有其国际性原因。1814 年，人们预期战争即将结束，英国商人向欧洲大陆国家大量出口商品。斯马特（Smart）将之称为出口狂潮，但它很快就像南海泡沫和密西西比泡沫一样破裂了。当价格崩溃时，商品被运往北美洲，结果导致 1816 年美国实行新的关税政策。这是一次没有出现经济恐慌，甚至没有危机的深度经济衰退。而 1818 年和 1819 年的危机都在大西洋两岸引起了经济恐慌；这些恐慌无疑是相互关联的，但它们关系的确切性质尚不明显。1819 年英国爆发的危机是继 1818 年商品投机崩溃、信贷骤停和“明显地由前一阶段的过度贸易导致的”金融困境后发生的。1819 年英国发生的标志性事件是恢复硬币支付和彼得卢的大屠杀（Peterloo massacre），当时，进行抗议的曼彻斯特工人及其家庭遭到了骑兵的残酷镇压，至少有八名抗议者死亡；斯马特将这一年称做“灾难的一年”。在美国，美国第二银行（The Second Bank of United States）的分行纷纷要求州银行赎回其持有的钞票，从而引发了经济恐慌。美国第二银行最初的动机是，集中 400 万美元的硬币偿付在 1803 年为了应付路易斯安那的购买狂潮而借入的欧洲款项。但第二银行本身就是一个大泡沫，其在 1811 年解散后又于 1817 年重新建立。执掌第二银行的管理层既贪婪又腐败，他们甚至收受本票并以此支付股票款额，他们以不同的名字登记认购股票，规避限制所有权集中度的法律规定，他们批准

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发放以银行股票作为抵押的贷款，还发放其他没有抵押物的贷款，并允许账户透支。哈蒙德（Hammond）认为，18 世纪有节制的商业发展步伐让位于一夜暴富的民主热情，怀有这种情绪和冒险精神的人控制了美国第二银行。

1825～1896 年的危机

1825 年危机主要涉及英国和南美洲，但很明显，在经济恐慌于 1828 年冲击巴黎时，这次危机也波及了巴黎。1825 年 12 月，伦敦爆发了经济恐慌，欧洲大陆国家的商品销售随之停滞，这对巴黎、里昂、雷普兹格和维也纳都产生了影响，并迫使意大利和其他依赖这些经济中心的市场减少了商品购买。在阿尔萨斯等纺织品制造地区，人们普遍感受到了由库存负担所引起的困难；企业现金库存很低，企业为维持运营，只能通过发行本票，其本票发行额达 900 万法郎至 1,600 万法郎。1827 年 12 月，巴黎西亚银行（Parisian Bank）拒绝继续接受阿尔萨蒂亚（Alsatian）发行的本票，此时，由于南美股票的过度交易，伦敦危机终于蔓延到了欧洲大陆国家。

阿克尔曼认为，1825 年和 1836 年的盎格鲁—美洲危机与 1847 年危机正好相反，后者是盎格鲁—法兰西式的危机。但 1825 年和 1836 年的两次盎格鲁—美洲式的危机也是不同的：1825 年危机是盎格鲁—南美洲式的危机，而 1836 年危机则是盎格鲁—美国式的危机。此外，1836 年危机的情况也远比 1825 年危机复杂。

如前所述，杰克逊总统认为英国和美国应对 1836～1839 年危机承担对等的责任，马休斯也认为确定谁对这次危机有着更为直接的责任是毫无意义的。两国的货币扩张机制完全不同。当时，美国疯狂扩张的银行业得到了白银进口的有力支持，而英国 1826 年和 1833 年通过的新法规也使得其国内出现了大量的股份制银行。英国的投机主要集中于棉花、棉纺织品和铁路；而美国则主要投机于棉花和土地，尤其是可以种植棉花的土地。此外，英格兰的盎格鲁—美洲银行为英国向美国的出口融资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从任何方面来看，这次危机都不是纯粹的盎格鲁—美国事件，尽管人们常常对这一方面进行讨论，并强调其对英格兰银行贴现政策演变的影响。豪利特（Hawtrey）认为，该危机于1836年和1837年爆发于英格兰，后来蔓延至美国全境，当1838年5月英格兰悄悄地从危机中复原时，危机波及了比利时、法国和德国，最后又于1839年反过来波及英格兰和美国。美国的危机也直接影响到法国和德国，主要是美国进口量下降、进口商品价格下跌和一系列金融关联事件。里昂（Lyons）认为，丝绸销售的下降是立即显现的。美国人的购买对法兰克福和雷普兹格博览会的成功十分重要。美国在巴黎的代理公司为伦敦的大量出口提供信贷支持，它们和从事类似业务的美国银行家萨缪尔·威尔斯（Samuel Welles）早在1837年春就感受到了倒闭的威胁。法国银行家梅森·霍廷格尔（Maison Hottinguer）帮助美国银行的尼古拉斯·白德尔垄断棉花的收购，限制了曼彻斯特、卢恩和阿尔萨斯的纺纱商，此时正值1838年夏秋之际，恰好是在同年11月由于盎格鲁—法兰西的联合抵制而导致垄断崩溃之前。而且，法兰西银行挽救了英格兰银行。在19世纪30年代，金融世界在贸易、商品价格和资本流动方面跨越了大西洋，成为相互联系的整体，不仅将英国和美国联系在了一起，也将法国与两国密切联系在了一起。

1847年1月，由于催交铁路证券保证金，伦敦陷入困境之中，危机本身则于夏末降临。正如阿克尔曼所述，这是一场盎格鲁—法兰西危机，但在英国与印度、阿姆斯特丹和低地国家（指荷兰、比利时、卢森堡）的贸易中都得到了反映，在一定程度上还影响到德国，甚至纽约。从伊万斯（Evans）收集的破产记录中，可以了解到此次危机的扩散。不幸的是，这些记录主要是关于破产银行和企业数量的一些数据，而不是这些银行与企业资产总量方面的数据，后者可以使我们更好地了解它们的重要性。也许，英国的数据比其他国家的数据都更完善，伊万斯声称数据仅是“主要外国银行的倒闭”，无疑主要是以英国人的眼光来衡量的。尽管该缺陷比较严重，但其月度倒闭表仍给我们留下了很深的印象，使我们了解到此次危机是如何蔓延的。当法国和德国革命引起了1848年3月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和 4 月的反响时，在人们眼里，英国的危机几乎已经过去了，但伦敦除外，这在伊万斯的数据中可能没有得到适当的记录。

1848 年 3 月 29 日科隆 A. 夏夫豪森（A. Schaaffhausen）银行的倒闭，在德国银行业发展史中具有重要的意义。为了挽救形势，普鲁士政府允许该银行转型为股份合作制企业，这与当时反对信贷扩张的政策正好相反。这一先例为德国银行 19 世纪 50 年代的扩张铺平了道路，后果则是导致了德国经济的快速增长。由于科隆曾经是汉萨同盟城市，人们预期该银行将伦敦—安特卫普—汉堡—布莱梅—勒阿弗尔（Le Havre）—马赛的商业银行业网络联系在了一起，这个网络是伊万斯描述中的典型。一份当地的资料显示，科隆处于与荷兰、布来奔特、法国和德国东部及高地德国贸易的交界地带，并深受 1825 年英国危机之苦，大量银行和企业破产。该资料承认，除了为从拉丁美洲进口皮革进行过一些融资外，大多数银行融资都投向了当地项目，且多为重工业项目。约翰·沃尔特和亚布拉罕·夏夫豪森最初是皮革商人，他们从西班牙购入拉丁美洲皮革，先是从阿姆斯特丹购入，后来是直接从拉丁美洲购入。亚布拉罕的儿子是一个商人、代理商和掌握大量国际关系的银行家。但他在 1848 年遇到的麻烦主要来自对科隆不动产投机进行的融资。该银行的资产组合中，近四分之一是其拥有的土地和向单个建筑商发放的贷款，总共约 160 万第纳尔，而该银行的资本仅为 150 万第纳尔。随着社会日益不安定，存款人不断将存款换为现金，该银行先是吸纳了一个荷兰合伙人，后又接受了普鲁士银行科隆分行、明斯特分行、普鲁士基金会（另一家政府金融机构）以及普鲁士彩票的援助。允许 A. 夏夫豪森银行的转型也许与股份合作制银行被禁止投资于建筑地基以及其他所有形式的投机有着一定的联系。

表 7.1　1847～1848 年危机期间报告的各城市银行倒闭数量（倒闭家数）

城市	1847 年（各月）					1848 年（各月）								
	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	10～12
伦敦	11	19	21	25	7	3	7	3	1	8	2	1	1	1
利物浦	5	4	28	10	4		3						1	
曼彻斯特		6	11	8	1				1					

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

城市	1847年（各月）					1848年（各月）								
	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	10～12
格拉斯哥	2	4	6	9	7	6				1				
英国其他城市	2	4	16	7	7	2		1	1					1
加尔各答					1	11	5		1	2				1
其他英联邦国家											1	2	1	4
巴黎		1				2	1	14	2					
勒阿弗尔				1			1	5	2					
马赛		1			1	1		2	13					
法国其他城市			2			1		1		1	1			
阿姆斯特丹				3	1	1		14	4		1			
其他低地国家	1		1	4				4		1	1			
汉堡	1			2		1			7	4	3	1		
法兰克福					3	1			1					
柏林								3	4	1				
德国其他城市		2			1		1		6					
意大利		3		7	1									
其他欧洲国家		2		3	2	1	1		1	1				
纽约		1		3	1				1	5				4
美国其他城市														7
其他地区		1			1					2	1			2

导致1857年经济恐慌的是一场世界性的经济过热。加利福尼亚和澳大利亚相继于1849年和1851年发现了黄金，导致其他国家对两国的出口激增，欧洲和美国的信贷基础也因此而扩大。同一时期，印度的出口大大高于其进口，同时，由于1848年革命的爆发，各国对欧洲大陆的投资大大减少，英国和美国的资本大量流入印度，如果不是这样的话，对美国出口的增加和欧美信贷基础的扩大将更加严重。国际收支的净头寸是通过白银进行支付的，而在欧洲，新发现了成色较好的黄金逐渐替代了白银的这一职能。当时的欧洲与美国都经历了铁路和银行业的过度繁荣。英国和德国的股份

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合作制银行不断涌现，法国的信用合作社也在这一时期不断膨胀，这些金融机构向贸易和工业企业发放了大量贷款。英国的《谷物法》、《木材税》和《航海法》引发了贸易繁荣，特别刺激了斯堪的纳维亚国家的经济。农业歉收和克里米亚战争削减了俄罗斯的粮食出口，提高了世界粮食价格。尽管英国于 1846 年颁布了《谷物法》，但这一时期实际上仍是英国农场主的黄金时期。战后，随着俄罗斯粮食供应商重返市场，谷物价格应声而跌，铁路建设投资也因受此拖累而放慢了脚步。"多米诺骨牌" 的崩溃始于美国的俄亥俄州——或是俄亥俄银行纽约分行——并在纽约、俄亥俄、宾夕法尼亚、马里兰、罗德岛和弗吉尼亚蔓延开来，然后是利物浦、伦敦、巴黎、汉堡、奥斯陆和斯德哥尔摩等欧洲城市。埃文斯（Evans）关于 1857 年破产企业和银行的数据比 1847 年的数据更为粗略，难以引导我们以同样的方式追踪当时经济毁灭的轨迹。我们可以通过回顾俄亥俄人寿和信托公司的倒闭过程，发现当时由于英国国内利率提高，英国存款者抽走了他们在美国的存款，这一行为似乎是导致危机的导火索。

令人印象深刻的是危机的集中爆发，是年 8 月 24 日，俄亥俄人寿公司危机被公之于众，11 月 12 日，伦敦《银行法》终止，12 月 10 日，奥地利（西尔伯祖格）对汉堡的贷款也终止了。克莱泛姆认为它们几乎同时爆发于美国、英格兰和中欧，并对南美洲、南非和远东也产生了影响。罗森伯格将之称做 "首次世界性危机"。艾尔伯费尔德商会宣称："世界是一个整体；正是工业和贸易使得它成为了一个整体"。

危机从 1864 年爆发一直持续到 1866 年。阿克尔曼认为它在许多方面与 1857 年危机具有同等的意义。它爆发于美国内战打响之后，而 1857 年危机爆发于克里米亚战争之后，同时，1866 年棉花价格的崩溃与十年前的小麦价格崩溃也有着相似之处。将 1864 年纳入危机期间意味着将消除一个普遍的看法，即认为此次危机完全是英国国内的危机。而发生于 1866 年 5 月 11 日 "黑色星期五" 的经济恐慌，其时机与普鲁士—奥地利战争紧密相连，主要是有关战争即将打响的传言及对战争到来的恐惧，以及 1866 年 5 月 1 日的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

里拉恐慌（corso forzoso）引起的，当时意大利政府停止了里拉兑换黄金，并为此从国家银行借入了2.5亿里拉。就像欧文伦德、吉尼的崩溃一样，资本迅速从巴黎抽回，巴黎也为此遭受外国证券清盘之苦。由于开战传言的影响，到四月中，伦敦市场也摇摇欲坠。5月2日，柏林证券交易所出现恐慌，当战争于5月12日真正爆发时，柏林证券交易所又再一次出现了恐慌。5月11日，普鲁士银行将贴现率提高到9%。同一天，伦敦爆发经济恐慌，这只是由于在财务困难时期，人们在面临一家脆弱的企业时普遍争夺流动性的努力导致的部分后果。当欧文伦德、吉尼发生危机时，阿尔弗雷德·安德利（Alfred André），这位对埃及怀有极大兴趣的巴基斯坦银行家在伦敦为保护其企业利益，度过了“精疲力竭的一周”。当他于5月17日返回巴黎，得出的结论是所有的财务公司都已被毁灭，意大利、普鲁士、奥地利和俄罗斯的商业活动已经瘫痪，只有法国勉强维持，但也只是苟延残喘。

表面上看，1869年9月美国的黄金危机与同一时期的奥地利危机之间没有明显的关联。当时，两国货币都可以自由浮动，都经历了战后的繁荣，尽管战争造成的破坏程度大不相同。沃尔思（Wirth）简短地将这两次危机称做“1869年的大崩溃”。他是在评述1873年真正的大崩溃前，针对德国和奥地利在美国的投资、美国产品进入欧洲市场以及大西洋两岸航运和银行业之间的联系日益扩大等事实作出了这一论断。他没有提到美国的黄金危机，因此他不太可能认为两者之间存在关联。同时，人们在讨论美国1869年黄金危机爆发的原因时也忽略了奥地利。在此，两者之间可能存在的一种联系是以小麦为中介的，当杰·古尔德（Jay Gould）和吉姆·费斯克（Jim Fisk）迫使黄金升水（对美元的折扣）提高的同时，他们也试图提高美元价格。在欧洲，紧随1869年9月“崩溃”而来的困难主要集中于匈牙利等产粮国。古尔德声称，根据他自己的研究，当黄金贴水为45时，美国可以凭借其较低的劳动力价格和地中海水运的竞争优势向英格兰出售小麦，但如果黄金贴水低于40，美国对英国的小麦出口则不可行。但到了9月，美国黄金贴水下降，这本有利于匈牙利的经济前景，但实际上却损害了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它的经济发展。

1873 年的故事有着这样一个序曲：1871 年，法国政府以黄金支付了十分之一的法兰西—普鲁士战争赔款，市场对德国进行大量投机，并蔓延至奥地利。杰·库克（Jay Cooke），这位铁路融资业和在欧洲市场上寻求铁路资本业中的后来者，将自己投入到北太平洋铁路项目；他试图从法兰克福借款，但法兰克福的金融家们只关注德国和奥地利的建筑业繁荣。还有一些其他的冲击事件，包括 1869 年苏伊士运河的开通，德国当局在收回旧银币之前错误地发行新币，1871 年 10 月 9 日芝加哥的大火，以及普鲁士在俾斯麦领导下统一德国的冲动。由于德国获得的 9,000 万英镑战争赔偿有可能兑换为黄金，从而威胁了英国经济的稳定。同时，法国由于支付战争赔款导致通货紧缩，得以免受欧洲通货膨胀的冲击。

主要问题是 1873 年 5 月，奥地利和德国在经过几个月痛苦之后的崩溃与同年 9 月美国经济崩溃之间的联系。一种联系渠道是德国对美国铁路的投资，德国先是支持对美国铁路和西部土地的投机，后来突然停止了对这两个项目的投资，从而终止了投机。麦克卡特利（McCartney）认为，1873 年的危机被普遍认为是第一次重大的国际性危机：它于 5 月爆发于奥地利和德国，后来蔓延至意大利、荷兰和比利时，并于 9 月越过大西洋，然后又返回大洋彼岸，将英国、法国和俄罗斯卷入危机之中。实际上，维也纳于同年 11 月 1 日受了第二次恐慌的打击，但为期很短。摩根斯坦在其编制的股票交易所国际恐慌表中，记录了“一年中经济恐慌清晰的传递，证明恐慌后来波及阿姆斯特丹和苏黎世”。1875 年秋，巴肯·卡尔·梅耶·冯罗斯柴尔德致信戈森·冯·布雷思罗德，谈论随处可见的股票价格低迷的局面，认为“整个世界已经成为了一座城市”。

下面是一系列联系不太紧密的企业倒闭与经济恐慌：1878 年的格拉斯哥，1882 年的通用联盟和 1884 年的纽约股票市场；1887 年在面临俄罗斯与土耳其战争威胁时笼罩全欧洲的股票市场恐慌；1888 年巴黎的黄铜垄断，Comptoir d'Escompte 公司的倒闭；以及 1890 年的巴林银行危机、1892 年的巴拿马丑闻、1893 年的纽约恐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

慌，等等。我不必过细地讨论这些事件，因为摩根斯坦已对它们的国际蔓延进行了详细的研究；尤其重视巴林银行危机的普勒斯内尔认为，巴林银行危机对英格兰银行黄金储备的影响极为重要。1890年爆发的巴林银行危机在纽约制造的不是经济恐慌，而是财务紧张，主要由于英国投资者出售了业绩良好的美国股票以弥补他们在拉丁美洲的坏账损失。还有一种观点认为，1890 年 10 月纽约的金融危机导致伦敦一系列企业倒闭，使本处于困难时期的巴林银行更加难以为继，从而引发了巴林兄弟公司 11 月的突然崩溃。在此，十分清楚的是，阿根廷的经济困难导致了巴林银行危机，致使英国向全世界发放的贷款急剧下降，加速或直接导致了南非、澳大利亚和美国的经济危机，并一直持续到 1893 年。

1907 年的危机

意大利国内的危机甚至早于 1907 年大危机而发生。意大利经济在 20 世纪初也经历了一轮繁荣，但信贷资金进行投机盛行。意大利有不少靠欺诈起家的企业，如某一个钢铁托拉斯利用借入资金投资于实业，对自己的股票进行投机，为借款支付高额红利，以引起投机者的兴趣。1905 年 5 月开始，许多新企业陆续倒闭，意大利经济显出不好的迹象。股票的第二次崩溃爆发于 1906 年 10 月的热那亚股票市场。到 1907 年 4、5 月间，巴黎和伦敦的对外借贷放慢，意大利股票市场上的困难加剧。意大利社会银行成立于 1898 年，注册资本仅为 400 万里拉，而到 1899 年，其资本增加至 500 万里拉，1900 年达 900 万里拉，1904 年快速增长至 2,000 万里拉，1905 年更是达到 3,000 万里拉，1906 年 3 月达到 5,000 万里拉，在资本增加的每一阶段，都新聘了大量工作人员，并收购了大量旧银行（大多处于困境之中）。该银行米兰总部的管理人员甚至不了解热那亚分行所承担的风险。特别是，该银行深深地卷入了证券贷款之中。意大利中央银行行长斯特林格（Stringher）对此深感忧虑，因为早在 1906 年 12 月，该银行的贷款业绩就已不佳，并从中央银行借入了大量资金。1907 年春，当巴黎和伦敦的商业银行削

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

减对意大利和美国的贷款，导致市场银根紧缩时，那些暴发户和新银行的处境开始变得窘迫。都灵—米兰—热那亚和纽约之间的直接联系有限。但意大利的金融中心与巴黎间的联系紧密；纽约与伦敦联系紧密；而巴黎和伦敦也是紧密地联系在一起。波内尼（Bonelli）声称当巴黎将其持有的伦敦证券进行清仓时，当巴黎和伦敦都停止贷款时，世界上的殖民地发现自己突然之间被剥夺了资本，被迫停止正在进行的投资项目，不得不削减产出和就业，而就业又反过来对需求和价格产生了压力。另一方面，1907 年的意大利令人吃惊地具有和一个殖民地相似的特点，因此，上述模型也预示了美国于 1928 年停止发放境外贷款给意大利带来的灾难性后果。碰巧的是，波内尼宣称，如果没有移民们的汇款的话，巴黎人削减发放对意大利贷款带来的后果将会更加严重，而这些汇款大多来自美国。这里有着一个跨越大西洋的直接联系，主要是纽约与那不勒斯间的联系。波内尼的论调重点集中于狭窄的直接联系。它与同时代一位观察家的观点正好相反，这位观察家名为弗兰克·范德尔利普（Frank Vanderlip），他是纽约的一位银行家，他在一篇文章中将经济恐慌称做“一种世界性的现象”。他发现，当时世界爆发经济恐慌的主要原因是波尔战争、日俄战争以及旧金山地震。但在宏伟的开篇之后，他却集中讨论了新近成立的托拉斯企业的过度贸易问题以及对扩张性货币的需要。

1929 年危机的国际后果

胡佛总统认为，导致 1929 年大萧条的部分原因是第一次世界大战期间，欧洲以外地区生产的扩张。如果以 1925 年的价格来衡量，此阶段的生产扩张确实过度，1925 年以后，欧洲生产开始恢复。此外，财务上还存在着战争赔偿与战争债务的复杂因素；汇率设定不当，尤其是英镑与法郎的汇率设定不当，导致英国对法国的债台高筑；道斯计划（Dawes Plan）的实施使得美国可以向德国企业和公共机构发放私人信贷，德国回收了战争赔偿。经济学界对于 1927 年夏纽约为了帮助英国维持英镑而下调利率这个事件也有异

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

议，当时实施限制性政策也许可以更好地服务于美国的国内目标。当纽约股票市场于 1928 年 3 月，尤其是 6 月以后腾飞时，外国信贷就终止了。在一段时间里，德国、拉丁美洲国家和澳大利亚转向借入短期信贷。面对资本流入的减少，德国国内通货紧缩，它开始向境外转嫁其战争赔偿。阿根廷、澳大利亚、乌拉圭和巴西等国发现自己的国际收支平衡急剧恶化。由于不能筹集资金解决短期负债的日益积累，或借入更多资金，这些国家只能在 1929 年 10 月股票市场崩溃导致小麦、咖啡、橡胶、食糖、丝绸和棉花价格急剧下跌时，眼睁睁地看着自己国家货币汇率贬值。美国的价格和商业行为受到流动性欠缺的极大影响，我们在第四章已经进行了相关论述。

纽约联邦储备银行决定并实施了公开市场计划，此次擅自行动受到纽约联邦储备银行的抗议，却缓解了危机第一年的信贷紧缩。1930 年上半年，国际信贷回升，在 1930 年 4 月到 6 月间竟创下了二十年来单季度信贷的新高。但较低的价格水平，尤其是 1930 年 9 月选举中国际社会主义获胜以后，市场对德国信心的丧失，意味着世界作为一个整体陷入了困境。中欧的许多银行，大多是奥地利和德国的银行试图通过抬高自己的股票价格改善财务困境。两家私人银行，亚当银行和奥斯特里克银行在巴黎倒闭，后者的倒闭牵涉一桩影响到三位政府官员的丑闻，并导致了法国政府的垮台。1931 年初，奉行通货紧缩政策的拉维尔政府上台。随后，货币开始不断贬值：5 月奥地利的安斯土耳特信用银行倒闭，7 月德国的丹那特银行倒闭，7 月德国达成了观望协议，8 月英国撤出一系列银行，9 月英镑的贬值达到顶峰。这一阶段，由法国、比利时、荷兰和瑞士组成的黄金区开始将美元兑换为黄金，向美联储施加了巨大的压力。日本于 1931 年 12 月开始抢购黄金。同时，美国通货紧缩，主要产生于美元的升值（即英镑的贬值和整个英镑区货币的贬值）和银行储备的减少。1932 年 2 月，《格拉斯—斯蒂格尔法案》颁布，这意味着美联储可以通过公开市场操作在货币方面实行通货再膨胀，但已经太晚了。通过价格下跌、破产和银行倒闭等正向反馈过程，银行倒闭之风继续席卷各地。1933 年 3 月，银行普遍关门歇业，经济衰退达到了谷底。同年春天，美元汇率也贬值到了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谷底。

根据这一段历史，我们很难认同20世纪30年代的衰退是由美国国内原因造成的这一观点。

亚洲金融危机的传播

席卷半个世界的亚洲金融危机始于1997年7月2日，当时的泰国宣布无力偿还外债。对于此次席卷而来的危机应归咎于何方，受到危机冲击的国家——尤其是泰国、印度尼西亚、马来西亚和韩国等国家的观察家们观点不一，是那些为政府和私人机构利益服务而鼓吹国家放松管制的专家们，还是借款人与贷款人本身，尤其是那些银行家与投资商，是他们抢着将外币贷出，然后又突然停止放贷。亚洲金融危机的爆发尤其令人吃惊，因为东亚各国在20世纪80年代与90年代的经济增长一度十分强劲。羊群效应使得很多东亚国家都采取了钉住美元的汇率政策，与此同时，借入大量外币计价的债务，对房地产进行投机交易，这使得当其本国物价水平提高时，本国货币被高估。中国香港通过降低对基建贷款的限额，从90年代初的90%降到90年代末的60%，来提高利率，以避免不动产抵押贷款出现大量坏账。各国的情况各不相同。例如，泰国政府是诚实、弱势和优柔寡断的。印度尼西亚则是腐败、强势和武断的。推行的政策也各不相同。泰国为捍卫泰铢，在与短期投机商的争斗中损失了239亿美元的国际储备，最后还是不得不宣布泰铢贬值。而印度尼西亚则从开始就迫于投机压力，采用了浮动汇率制。马来西亚总理马哈蒂尔博士将危机归咎于包括量子对冲基金的乔治·索罗斯（George Soros）在内的外国投机商，因此对外债实施有限期的暂缓偿还。

危机扩散到俄罗斯与巴西最初基本上是由于心理上的原因，因为金融市场意识到这些国家也有通货膨胀、沉重的外债负担、币值高估等现象，俄罗斯还有严重的腐败问题。放弃共产主义与全面的私有化为俄罗斯带来90年代初期的繁荣。但随后，繁荣引起了过度的交易与过度的资本投资，加上腐败导致了大量可疑资金的外

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

流。1998 年 8 月 11 日，俄罗斯股票市场崩盘，6 天后，卢布汇率也开始浮动。

巴西的问题是由放松管制、严重的预算赤字、资本内流突然停止及亚洲出口市场的损失（特别是纸浆市场的损失）造成的。1999 年初，巴西货币雷亚尔的第二次贬值与浮动，触发巴西股票市场的下跌及货币的新一轮贬值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章 资产价格泡沫的国际传播：从东京到曼谷到纽约

20 世纪的最后 15 年，全世界共出现过四次独立的资产泡沫事件。第一次资产泡沫事件出现在 20 世纪 80 年代后半期的东京股票市场和房地产市场；与此同时，芬兰、瑞典和挪威三个北欧国家的房地产市场和股票市场也出现了资产价格泡沫，这是第二次资产价格泡沫事件；第三次资产价格泡沫事件出现在 90 年代中叶，主要出现在曼谷、吉隆坡、雅加达、香港及附近的金融中心；第四次资产价格泡沫事件发生在 90 年代后半期的美国股票市场，尤其是柜台交易市场。

一般来说，主要工业国家出现资产价格泡沫的概率很低，20 世纪 20 年代末美国的资产价格泡沫是为数不多的例子。日本在 20 世纪 80 年代中期之前从未出现过任何资产价格泡沫，其他亚洲国家也未出现过。同时在六个或八个国家出现泡沫是一种值得关注的现象，即使历史上从未出现过类似的现象。但在短短 15 年时间里，发生四次独立资产价格泡沫事件还是十分鲜见的。

这几次资产价格泡沫事件并不是孤立的，而是相互联系的。北欧国家的资产价格泡沫很大程度上是由于来自东京和大阪的商业银行的离岸分行发放的大量贷款。在这其中有个有趣的巧合，日本银行监管者放松对本国银行跨国经营活动的时候，北欧国家银行监管机构恰好放松对外国银行进入本国的资本管制。日本商业银行设在伦敦、苏黎世及其他金融中心的分支机构通过信贷方式，将大量资金投放在上述三个北欧国家，引起其房地产和股票价格的快速上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

涨。发生在泰国及其他亚洲国家的资产价格泡沫事件与此类似，也是由来自日本商业银行的资金推动的。日本资产价格泡沫破裂的几年后，大量资金涌入了其他亚洲国家。而美国 90 年代中期出现的股市泡沫也是与泰国、马来西亚、印度尼西亚及其他亚洲国家的资产泡沫破裂相联系的。亚洲金融危机使得这些国家的资产价格泡沫破裂，很多资金从亚洲国家流向了美国，迅速推高了美国股价。1998 年，美联储为避免长期资本管理公司倒闭，向美国金融系统注入了大量流动性。1999 年，美联储为了应对“千年虫”问题，也向其本国金融系统注入了很多流动性。

这些资产价格泡沫事件之间的一个重要的联系渠道是“货币溢出”（monies sloshed），日本资产价格泡沫破灭后，资金从东京转移到泰国及其他亚洲国家，这也使得日元升值和其他国家货币贬值。日本公司为削减生产成本，将工厂转移到了中国及东南亚国家。泰国及亚洲国家资产价格泡沫的破裂大大恶化了其资本项下的对外收支状况；除了人民币和港元外，大多数亚洲国家的货币都出现了快速贬值。在贸易项下，这些国家与美国一样，出现了巨额的贸易逆差。资金从亚洲国家转移到美国，导致美国证券价格的快速上涨，很多美国居民将手中的证券高价转卖给外国投资者，并用出售证券得来的款项从其他美国居民手中购买其他证券。美国证券价格的不断上涨，使得美国居民在出售证券获得巨额收益后，投入更多资金用以购买证券，以获得未来更大的收益。资金就像“烫手的土豆”从一个投资者手中传递到另一个投资者的手中，但其价格却在一直上涨。

当资金从一国转移到另一国时，会根据资金流出国和资金流入国的情况进行自动调节，也就是说，“看不见的手”一直在起作用。一种调节机制是资金流入国家的货币在外汇市场上不断升值；另一种调节机制是资金流入国家的资产价格不断上涨。外资流入增加通常伴随着该国经济增长率的不断增长。这里有一个鸡与蛋的问题：繁荣的经济形势吸引更多的资金流入，与此同时，由于更高的股价意味着国内企业的资金成本更低，外国资金的不断流入更加刺激商业投资流入。随着更多的投资项目上马，资金成本不断降低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家庭财富的增长刺激更多的消费，随着资产价格不断上涨，越来越多的家庭实现了其储蓄目标而降低了储蓄率。

20 世纪 90 年代初，东京的资产价格泡沫破裂，资金从日本转移到其他亚洲国家，使得这些国家积累了严重的资产价格泡沫。这些资金多数来自日本投资者，也有部分来自出售日本证券的外国投资者。资金从东京流向泰国、印尼和其他亚洲国家，使得这些国家货币升值，增加了其国内储备资产。如果这些国家实施钉住汇率制度，其货币基础也随之扩张。随着房地产价格和股票价格的不断上涨，这些国家国内收入的增长率不断提高，其国内的投资支出和消费支出也不断增长。资金流入国居民将其持有的资产或证券出售给日本投资者后，将其获得的大部分款项用来购买其他的证券和不动产。

“超调”是指根据一国与其主要贸易伙伴国间的通货膨胀率差异，该国货币汇率将不断升值的过程。与之相对应，“调整不到位”是指一国货币汇率不断贬值的过程。从一个时期到另一个时期，资本的跨境流动不断出现变化，因此，超调和调整不到位是必然出现的反应。随着各国间通货膨胀率差异的日益变化，投资者预期货币币值将发生变化，因此，他们会不断调整外汇交易中各种货币在其资产负债组合中的比重，而这种调整正变得越来越频繁。

在 20 世纪 80 年代，全球股指基金不断买入日本股票，正是由于看重日元不断升值及日本股票价格不断上涨。这些股指基金经理们的信条是，日本股票在其投资组合中所占的比重应与日本股市在全球股市中的比重相匹配。随着日本投资泡沫的破裂，日本股价一泻千里，全球股指基金的经理们也纷纷抛售日本股票，并将其资金调离日本市场。

当投资者预期未来股价会进一步上涨时，情形就与日本股市泡沫、东南亚金融泡沫和美国股市泡沫非常相似了。大多数时候，股价取决于该股票未来的盈利能力（earning power）——如果以写字楼作类比的话，其售价应取决于其未来可能获得的租金，也就是说，索尼公司和通用电气现在的股价水平反映了投资者对其未来的盈利预期。但有时候，一些投资者并不根据股票或房地产未来的盈

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利能力对其进行定价，而是根据最近的价格上涨幅度对其进行定价。这类投资者一般被称为短线客、短期投资者或当日交易者，他们仅通过证券近期的价格变化预测其在未来较短时间内的价格走势。这些投资者通常买入市场上短期升值预期较强的货币，以期该币种在未来有更大的升值。如此一来，人们判断房地产价值的标杆不再是其现在的租金水平，判断股价的标杆也不再是其未来可期的盈利水平，人们只关注现在涨幅较好的股票。也就是说，如果一只股票在星期一到星期二出现了上涨，人们会就此预计其在星期三到星期五也会上涨。由于一些新设立的企业在初创阶段的盈利状况不佳，人们就根据其未来的盈利预期来进行其股票定价。

日本和其他亚洲国家的资产价格泡沫都发生在房地产和股票投资领域，事实上，房产价格的上涨也拉动了股价的上涨。而美国的资产价格泡沫仅出现在股票投资领域，只有硅谷等少数城市的房地产价格出现暴涨，很多从事金融业的美国人的家庭财富也出现了暴涨。其他亚洲国家出现的资产价格泡沫与日本的情况相似，反映了这些国家与美国相比，证券化程度还远远不够。

东京和大阪的资产价格泡沫

20 世纪 80 年代，日本的资产价格泡沫化程度很深，以至于到了 80 年代末，整个东京的地产市值远低于日本皇城的地产市值，日本皇城的地产市值超过了美国加州的地产市值。加州的土地面积比日本皇城的面积大数十亿倍，这意味着两地单位面积地价有着巨大的差异。事实上，皇城的土地价格并不是通过拍卖或类似拍卖的方式达到的。首次将日本皇城的地价与加州地价进行对比的研究人员利用邻近皇城的东京银座（Ginza）附近的地价与皇城土地面积的乘积得到日本皇城的地价总值，又从美联储得到加州房产价值总额作为对比数据，将这两个数据进行对比研究。

20 世纪 80 年代末，东京金融资产的价格高到了令人咂舌的地步。当时日本股市总市值为美国股市的两倍，而日本 GDP 总额刚刚达到美国的一半。如果比较日美两国上市公司的市盈率指标，差

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

异就更大了。日本的房地产价值总额也是美国房地产价值总额的两倍，而日本的土地面积仅为美国的5%，且日本国内80%的土地为不适宜居住的山地。日本的人均土地价值是美国的4倍，而日本的人均收入仅为美国的60%～70%。

如果按照总资产和存款总额标准衡量，而不考虑其盈利能力，日本的商业银行在全球商业银行排名中名列前茅。通常在世界前十位商业银行中，有七家来自日本。野村证券（Nomura）是日本最大的投资银行，其资本总额甚至超过了美国五大投资银行之和。

20世纪80年代，日本公司的投资活动达到了顶峰，原因在于随着股票价格的快速上涨，资金使用成本不断降低。很多日本企业发行了以美元标价的可转换债券，可转换为日元面值的一定数额的该公司股票。由于市场对日本股市的继续上涨抱有很大的信心，因此，这类可转换债券的发行利率较低，通常只有2%。较低的发行利率意味着日本企业的资金使用成本很低，因此，它们的投资意愿十分强烈，不仅热衷于新建工厂，也对并购美国企业或欧洲企业饶有兴致。

我们在第一章中曾提到，三井物产株式会社以6.25亿美元的价格买下了位于纽约第六大道的埃克森大厦，事实上，这桩交易最初的报价为3.1亿美元，但三井物产为了创下单幢建筑物最高交易价格的吉尼斯世界纪录，故意将成交价格推高了。其他日本企业也热衷于购入美国不动产，如三菱地所株式会社（Mitsubishi Real Estate）购入了洛克菲勒中心（Rockefeller Center）50%的股权，住友银行（Sumitomo Bank）通过其关联企业将位于加州北部的圆石滩高尔夫球场（Pebble Beach Golf）收入囊中，索尼收购了哥伦比亚音像和哥伦比亚电影公司（Columbia Pictures），而其在电子工业领域的主要竞争对手松下电器（Matsushita）则将环球唱片（MGM Universal）纳入旗下。

与此同时，日本的消费支出也达到了顶峰，日本买家通过著名的索斯比拍卖行（Sotheby's）和克里斯蒂拍卖行（Christie's）及其他的几家拍卖行购入了大量法国印象派名作。我们也看到，文森特·凡高的著名画作《加歇医生像》以单幅画作的最高售价被来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自大阪的一位日本企业家买走。

日本的高尔夫球场也如雨后春笋般涌现。日本的高尔夫会员入会费与土地价格同样昂贵。

日本人仿佛掌握了所有的货币，并将之用于购买国内外各种类型的资产。这里有一个自相矛盾的现象：日本人仿佛十分富有，但事实上却并不然，很多富有的日本人的消费开支都是通过公职消费进行的。

19 世纪最后 30 年，日本才走上了现代化道路，也就是在这一时期，日本开始对世界敞开国门（因为日本惧怕如果它们继续故步自封，会像其近邻中国一样在沿海城市被迫设置通商口岸）。日本天皇派出了一批批使团奔赴美国以及德国、英国、比利时等西欧国家，带回了政府设置的模式、公共服务体系、银行系统、中央银行及经济发展模式。东京中心车站就以阿姆斯特丹中心车站为蓝本建造，日本银行就是仿照比利时国家银行而建立的，日本的公共服务体系完全照搬法国模式，其铁路系统则复制英国模式（这也是为何日本机动车也是靠路左边驾驶的原因）。日本的现代化经济模式是从封建家族制（feudal families）发展来的，很多家族名称如三井（Mitsui）、三菱（Mitsubishi）、住友（Sumitomo）、大和（Yamoto）等至今仍是银行、贸易公司或企业的名称。这些原本为家庭式经营的企业后来都转型为工业集团或财阀（Zaibatsu），为银行所控制。日本与德国类似，实行“主银行制”，即由银行直接控制企业一定比例的股份，并为其提供长期贷款和短期拆借资金维持其运营。

日本的这些工业集团间争夺市场份额的竞争也达到了白热化的程度。

20 世纪 40 年代末，道格拉斯·麦克阿瑟取代了日本裕仁天皇，成为日本的统治者，这些银行控股公司也随即被宣布为非法。日本企业则以交叉持股来应对，如轮船公司可以持有商贸公司、银行和钢铁企业的股票，商贸公司、银行和钢铁企业也可以持有轮船公司甚至集团内部任何公司的股票。每个工业集团的企业间都相互保护、共同促进、共同出资，通过共同研发新技术领导或创造市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场。如三井船务株式会社从其关联企业三井钢铁购买原材料，通过三井保险购买保险服务。

从 1945 年夏广岛和长崎遭受原子弹轰炸之后，日本的经济获得了四十余年的高速发展，其发展速度令人瞠目结舌。第二次世界大战的最后几年几乎摧毁了日本的工业基础。日本失去了其在韩国、中国台湾和中国东北的经济殖民地，与其他国家间的经贸往来也被割断。一段时间以来，日本的产品成为质劣价廉的代名词，其出口的产品品质很差，外观设计上也只能一味剽窃欧美公司的设计。

而在 20 世纪五六十年代，日本实现了年均 10% 以上的经济增长率。如此飞速发展的二十年促使赫曼·卡恩（Herman Kahn）在 1971 年写了《日本：第一强国》一书。卡恩采用了直接的代数运算得出了其结论——如果日本的经济增长率比美国、德国、法国等其他工业化国家每年高出 2% ~3%，那么，几年之后，日本的人均收入水平将会超过其他所有国家。

到了 80 年代，日本取代德国成为世界第二经济强国。丰田、尼桑和本田成为全球汽车工业的龙头企业。索尼、松下、夏普及其他很多日本企业统治着电子工业市场。尼康和佳能垄断了全球影像产业。日本制造的计算机也成为行业主导。

日本的经济腾飞吸引了东京、华盛顿及世界各地很多经济学家研究独特优势（unique advantage）理论。“向日本公司看齐”成为当时法国内政部以及国际贸易与投资部列出的宏大计划。国际贸易与投资部致力于区分各个行业中的“成功企业和失败企业”，尤其重视对在全球竞争中胜出的企业进行研究。这些成功企业的营销诀窍通常是利用低成本贷款、说服政府采购、通过关税保护打击国外竞争者等，当然，最终它们还是要通过完善其产品、降低单位产品生产成本等方式与欧美成熟企业竞争。

外国投资者发现进入日本市场或在日本开设分支机构是非常困难的，因为日本设置了种种复杂的政府管制措施。欧美企业也发现通过东京股票交易所上市是很困难的。日本民众甚至抱怨欧美公司生产的滑雪板并不适合日本的雪况，加利福尼亚农场种植的大米也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不合日本民众的口味。

法国政府对储蓄存款和商业贷款均实施低利率限制。法国国内储蓄存款的利率水平甚至低于通货膨胀水平，这使得法国居民必须将更多的收入用于储蓄，否则，其净财富水平将下降。在低利率的环境下，企业贷款需求远远超过贷款供给。法国政府通过“窗口指导”（window guidance）区分哪些企业应该优先获得贷款。

严格的金融管制造成的一个后果就是银行存款的真实利率及许多金融工具的实际收益率为负。而房地产和股市恰恰是两个例外，此二者的收益水平不仅为正且相当可观。

20 世纪 80 年代上半叶，日本开始放松其金融管制，进行了所谓的金融自由化改革。这一政策变革的实施在很大程度上是迫于美国政府对东京施加的压力，要求日本“开放”其国内金融市场。日本企业在纽约及美国其他金融中心获得了很多客户、消费者和商业机会，只有迫使日本开放市场，美国企业才能获得对等的机会。日本人虽然很不情愿，但也不得不承认：如果日本企业在国外获得了很好的扩张机会，外国企业也应在日本获得对等的机会。日本国内的存贷款利率限制被提高，窗口指导政策的应用也越来越不普遍，外国资本对日本企业的投资限制也被放松，日本的商业银行开设了更多的跨国分支机构。

日本商业银行的分支机构遍及纽约、芝加哥、洛杉矶、伦敦、苏黎世、法兰克福等金融中心，它们不仅为日本企业在当地的分支机构提供信贷服务，也为非日资企业提供信贷服务。其处于离岸金融中心的分支机构通过当地同业拆借市场及非日本商业银行的离岸存款市场筹集资金，再将这些资金贷出去。日本购买了更多的不动产，日本经济达到了繁荣的顶峰。美国大学的校长们纷纷到日本招收留学生以获得更多的学费收入。麻省理工学院就通过吸引访问学者获得了丰硕的成果。

金融自由化意味着，如果贷款人融资购买不动产或兴建新的办公楼、公寓楼或购物中心时，银行可以为其提供更多的融资支持。更高的不动产贷款额度推动了日本房价的不断上涨。

在东京证券交易所的上市公司中，房地产企业占有举足轻重的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地位。这些房地产企业的经营模式类似于共同基金，当其持有的房地产价格上涨时，投资者会更加热衷于投资其股票，而这又会带动其持有的房地产价格进一步上涨。房地产价格的不断上涨刺激了日本人的建设热情，一大批摩天高楼在日本平地而起。日本的商业银行持有大量的房地产和股票，房地产或股票的价格上涨使得日本银行获得了可观的投资回报，远远超过其日常运营收入。投资收益也大大充实了日本商业银行的资本金，而这也使得日本商业银行能够放出更多的贷款。

表面看来，日本人似乎在金融领域创造了一种“永动机”(perpetual motion machine)。房地产价格的上涨带来了股票价格的上涨；而房地产和股价的上涨增加了银行的资本金。随着银行资本金的增加，银行可以提供更多的贷款。而由于金融自由化的浪潮，原本不方便提供贷款或受限制的项目也可以堂而皇之地获得信贷支持。由于大多数的银行贷款都由房地产担保，因此，只要房地产价格不断上涨，商业银行的贷款坏账损失仍然微乎其微。随着房地产价格的不断上涨，很多投资于房地产的日本企业的投资收益十分可观，它们借入更多贷款进行房地产投资，以期获得更多收益。

交叉持股的结构放大了股价上涨的效应，东京证券交易所总市值上涨得更快。日本企业投资股票和房地产获得的利润比生产汽车、电子产品、钢铁的利润高得多，因此，日本企业愿意借入更多资金进行投资。

日本资产价格泡沫形成的时点

在资产价格形成泡沫的过程中，资产价格会持续上涨，因此，确定资产价格泡沫形成的确切时点是一件十分复杂的工作。1985年，日本的房价和股价的增速突然加快，而这也恰恰就是日元开始快速升值的时间。

日本房地产价格泡沫的形成主要由以下三方面因素。

第一，在过去三十多年时间里，大多数证券资产的真实收益率为负，只有房地产的真实收益率为正。法国有一句著名的谚语

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"土地是最好的投资工具，地价会只涨不跌"。另有一句谚语是这样说的，"土地是最好的投资工具，因为土地永远是稀缺的"。日本人对以上两句谚语都深信不疑，从20世纪40年代开始日本房地产价格的飙升更加坚定了人们的这一认识。

第二，金融自由化推动了房地产价格泡沫的形成。日本当局原本对贷款有着很多限制，如规定房地产贷款的最高限额等，但金融自由化解除了这一限制，房地产贷款成为商业银行贷款资产中的一种，并没有特殊规定。房地产投资者大大刺激了建设热情，到20世纪80年代末，全世界几乎一半的建筑起重机都矗立在东京土地上。房地产投资者只能顶着巨大的困难将耕地开发为房地产。

第三，20世纪80年代后半叶基础货币的快速增长也推动了房地产价格泡沫的形成。由于日本银行一直采取汇率干预措施，压制日元的升值，因此，日本的基础货币增长很快。而在80年代前半叶，日元兑美元的汇率一直在贬值，因此，日本企业在国际市场上的价格优势进一步巩固。到了80年代后期，日元开始升值，本币升值会对前期固定资产投资价值产生负面影响，因此，日本银行不断采取限制和对冲措施，压制日元的升值。这种干预措施造成了日本基础货币增长过快。日本商业银行在中央银行的储备资产不断增加，因此，它们可以提供更多的贷款，这也造成了严重的资产价格泡沫。

由于商业银行有意愿、有能力提供更多的贷款，企业和投资者也希望获得更多的贷款。因此，日本的高速经济增长得以持续。日本的房地产价格以每年30%的增长率飞速上涨。

传统的日本企业并不仅仅盯着公司的盈利水平。它们的目标是使企业不断发展壮大，扩充生产线以及雇用更多的工人。所有企业都希望能够保住其在行业中的地位。很多企业为了扩充生产线、扩大市场份额，不得不借入更多的贷款。

日本商业银行持有大量的房地产和股权投资。当房价、股价上涨时，银行的资本金也随之扩大。资本金的扩充使得商业银行可以发放更多贷款。贷款人利用贷得的款项购买房地产，但房地产供应量的增长十分缓慢，因此，房地产的供需不平衡会导致房价的快速

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上涨。房地产价格的上涨也带动了股价的上涨。

20 世纪 80 年代早期，各家日本商业银行设立了一系列新型金融中介机构，如专门从事房屋抵押贷款（housing loans）的住专金融公司（jusen），而房屋抵押贷款原本是商业银行不愿意从事的金融业务。住专金融公司从商业银行获得款项，提供房屋抵押贷款。很多日本银行都成立了住专金融公司，日本最大的银行中有七家成立了此类公司。在同一时期，法国政府也成立了专门的金融机构——公共部门贷款机构，专门提供房屋抵押贷款。而现在，商业银行更愿意直接从事房屋抵押贷款业务。

股价上涨意味着日本企业可以以很低的成本获得资金。可转换债券就是一项重要的金融创新工具，企业发行的可转换债券一般利率很低，并可以通过一定的价格转换为该企业的股票。事实上，可转换债券相当于一种股票看涨期权，投资于可转换债券的投资者获得的利息收入远远高于直接投资于股票的投资者获得的红利收入。企业发行可转换债券获得的资金一般用于以下三种用途：（1）它们可以将发行所得款项直接存入银行，获得比可转债票面利率高 2～3 倍的利息收入；（2）它们可以利用发行所得款项买入股票进行投资；（3）它们可以利用发行所得款项进行固定资产投资，扩充生产线，改进生产流程。

在日本，贷款一般以房地产作为抵押，银行可以发放相当于抵押品评估价值 70% 的贷款。很多住专金融公司发放的贷款最终流入了黑社会，被犯罪集团所控制。这些黑社会组织通过提高不动产评估价获得更多的贷款。由于日本的房地产价格年均增长率达到了 30%，因此，房产评估师高估抵押品价值的“失误”很快就被市场价格的上涨所掩盖。

与高速上涨的房地产价格相比，房屋租金的增长就慢得多了。这造成的后果是，通过贷款购入房产的租金收入远远低于偿还贷款的利息支出。很多在 80 年代最后几年购入房产的投资者都面临负的现金流（即租金刨除运营成本的净收益远远小于贷款的利息支付）。但由于房价仍保持高速上涨，因此，他们可以通过获得更多的贷款或变卖房屋支付贷款利息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

房价、股价的飙涨增加了日本居民的家庭财富总量。传统上，日本居民的家庭财富构成包括现金、银行存款、不动产和股票投资。很多日本企业的大多数股权由其他企业持有，另有约三分之一的股票被个人投资者持有。结果，每个日本企业都被控股公司和共同基金所控制。

日本股市的不断上涨，吸引了很多欧美投资者购买日本公司的股票。全球股票指数基金希望持有更多的日本公司股票。投资日本公司股票的外国投资者可以获得更高的投资收益，原因在于他们不仅获得股价上涨的收益，而且可以获得日元升值的汇兑收益。

东京资产价格泡沫破裂的原因和时间

1989 年底，日本的资产价格泡沫终于走到了尽头。日本的房价涨到了令人咂舌的地步，棒球明星约吉·贝拉（Yogi Berra）形容“那里物价太高，没人能住得起”，这话的确很可信。日本的商业银行推出的抵押贷款最长期限为一百年，跨越三代。新上任的日本银行行长对高房价忧心忡忡，唯恐其危害社会和谐。因此，日本银行推出了一项新的措施，限制商业银行房地产贷款的增长率。

贷款增速的下降使得很多刚刚购买房地产的投资者面临现金流危机（cash bind），他们获得的租金收入仍远远小于其贷款利息支出，而且他们已经无法通过获得新贷款来支付以前贷款的利息。由于无法应对高额的利息成本，一部分投资者陷入了财务困境。财务困境和房地产贷款发放锐减共同导致了房价下跌。“房价只涨不跌”的谚语被证明是错误的。

自 90 年代初开始，日本的股价和房价双双出现下跌。1990 年，日本股价水平下跌了 30%，1991 年，日本股价又下跌了 30%。尽管其间有几次像样的反弹，但日本股价总体仍然未能走出跌势。2003 年初，日本的股价水平仅仅相当于其 1983 年的水平，虽然其经济总量有了明显的增长。近二十年来，日本的年实际经济增长率仅为 1%。

从 1999 年开始，日本陷入了通货紧缩，消费物价水平每年下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跌1%～2%。日本民众普遍担心通货紧缩会带来债务通货紧缩，也会使得更多企业陷入破产。不断恶化的经济形势又会导致银行坏账的大量增加，陷入财务困境的投资者争相变卖股票，使得股价水平进一步下跌。

现在，永动机仿佛开始倒转了。变卖资产的行为使得资产价格不断下跌，房价、股价的下跌冲蚀了银行的资本金，银行放贷受到了更多的约束。由于日本股票价格不断下跌，而美国股票的价格不断上涨，全球股票指数基金的经理们开始不断变卖资产组合中的日本股票，买入美国的股票。

货币学派有这样一种观点，经济处在繁荣周期时，可能会出现与经济发展不和谐（flip－side）的现象——通货紧缩，而正是通货紧缩刺破了资产价格的泡沫。日本投资下降的部分原因在于资金成本过高，投资者对企业盈利增长的预期不乐观；另有部分原因在于在经济繁荣阶段的过度投资导致了全社会的生产过剩，超过了市场需求。房价和股价的下跌使数百万日本家庭财富缩水，他们不得不削减消费支出，将收入的更大部分储蓄起来，以弥补其财富缩水的损失。

大量工商企业破产，使得银行及其他金融机构不得不承受大量的坏账损失。而那些专门发放不动产抵押贷款的非银行金融机构也陷入了财务困境。

虽然日本出现了大量破产企业，银行也承担了巨额的坏账损失，但日本的商业银行并没有遭遇存款人挤提的危机。因为当时的存款人认为虽然没有正式的存款保险，但如果商业银行真的倒闭，政府还是会出面干预，保全存款人的资产。很多商业银行欠储户的存款余额已经远远超过了银行的剩余资产价值，即银行的净资产为负。但即使这样，储户们也相信商业银行会如百足之虫，死而不僵，可能根本不会倒闭，因此，在很长一段时间，净资产为负的商业银行的股票仍在交易，股价并未低至负值。

很多日本商业银行在处理贷款申请时也开始变得谨慎，它们意识到不动产的价格也会下跌，因此，它们将不动产作为信贷抵押资产并不是十分稳健的做法。很多银行破天荒地问这样的问题：“如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果我们同意发放贷款，获得本息支付的概率有多大?”商业银行对待风险态度的转变，也使得贷款人扪心自问：“这一投资项目能否盈利，能否增加公司市值?”

外国投资者和外国商业银行开始格外关注日本商业银行的清偿能力（solvency）。这是因为日本商业银行在离岸金融中心的分支机构已经成为当地市场最大的资金拆入方。它们通过外国银行从离岸金融中心的存款市场拆入资金，再将其以贷款的形式发放给其他工商企业（包括日本企业和非日本企业）。这些日本商业银行的分支机构的贷款规模增长相当之快，这是由于一般来讲，银行资金使用成本和放贷利息的利差较小，因此，它们只能依赖放贷规模的不断扩大以增加利润总额。

那些将资金拆借给日本商业银行的外国银行并不认为一旦某家日本商业银行破产，日本政府能够“保全”其资金安全。因此，外国银行为抵补违约风险，只能提高对日本商业银行的拆借资金利率。这样一来，一个直接的效应就是日本商业银行境外分支机构的很多贷款都变得无利可图了，于是，这些机构不断将贷款收回，以避免承担过高的拆借利息。

对日本商业银行的拆借资金利率升水相当于为利率敏感型投资者发出的警告信号。越来越多的日本企业和居民将其原本存在东京的日本商业银行账户上的资产转移到非日本商业银行的账户上，甚至将资金从东京调拨到其他金融中心。随着日本投资者在国外不断寻找更高回报的投资机会，东京的利率水平不断下跌，资本也不断从日本流出。

1991 年，日本经济开始出现衰退，当时日本出口达到顶峰，而进口增速则明显放缓。与日本国内需求总量的增长相比，国内市场对本土产品的需求增加并不明显，于是，很多日本企业不得不全力开拓国外市场。出口见顶、进口放缓的一个结果是日本的贸易顺差不断增多。贸易顺差的增长幅度超过了资本外逃的增长幅度，结果导致了日元的升值，这对以出口导向为主的日本企业不啻于一个沉重的打击。为获得低劳动成本的优势，很多日本企业不得不增加对中国、马来西亚和泰国的投资，而出口企业的投资行为又刺激了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收入的增长。

东亚经济奇迹和亚洲金融危机

1992年，世界银行出版了《东亚奇迹》（*The East Asian Miracle*）一书，详细描述了从泰国到韩国的东亚地区的经济增长，其GDP增速甚至可以媲美五六十年代的日本。50年代初，朝鲜半岛经历了战火的洗礼，而到了60年代中期，韩国又进入了新一轮快速增长周期。50年代的新加坡只是一个海防要塞，而到了90年代，新加坡的居民生活水平已经达到世界一流水平。1978年，中国完成了从毛泽东到邓小平的领导更替，从一个封闭、孤立的国家转变为一个开放、并愿意融入国际贸易投资市场的国家，20多年来，中国经济的年均增长率近10%，其沿海省份和中心城市（如北京、上海、深圳等）的变化更大。50年代至70年代，香港由一个西方列强进入中国的对外通商口岸转变为中国商品到全球市场的转口贸易中心。

20世纪90年代前半期，泰国、马来西亚和印度尼西亚国内的股价增长了3~5倍，制造业也得到了大发展。1993年，多数亚洲国家的股价水平都翻了一番，这一涨势一直持续到1994年。亚洲国家的房价也涨幅惊人。与此同时，亚洲国家的经济形势持续繁荣，贸易逆差不断扩大。亚洲各国和地区的经济结构、人均GDP水平、汇率制度等有很大的不同，有的经济体（如新加坡、中国台湾、中国香港等）为国际信贷市场提供资金，而有的经济体（如泰国、马来西亚等）从国际信贷市场贷入资金。虽然各国情况有上述种种不同，但资产价格泡沫在这些国家都有体现，因此，有人认为，亚洲的资产价格泡沫是外生的，有着相似的来源。

欧美及日本的企业为获得成本优势，纷纷走向中国、泰国及其他亚洲国家和地区，只有这样，它们才能获得更多的市场份额。经济的飞速增长与外资流入互为因果，日本表现得尤其明显。日本企业最初只是在国外投资建厂，以获得劳动力成本优势，它们将日本本土生产的高附加值零部件运到这些新建厂进行组装。组装生产的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产品大部分仍然通过出口运往美国、日本及其他国家。日本企业的对外直接投资带动了上游产业及银行的对外投资。这种由出口带动的经济增长往往基于本币币值在外汇市场上被低估。因此，在这些国家，很多出口都是由总部设在美国、日本和中国台湾的外商投资企业实现的。由于工资水平的巨大差异，很多韩国企业也纷纷到中国和印度尼西亚进行投资。

1996 年冬，泰国的很多消费金融公司出现了巨额的坏账损失（事实上，很多消费金融公司都是由商业银行为规避对消费信贷的限制而设立的）。很多为泰国借款人提供贷款的放款人开始关注其信贷资产的安全性，泰国的资金流入也不断减少。泰国银行维持泰铢币值的努力很快就被消耗殆尽，1997 年 7 月初，泰铢出现了严重的贬值。

泰铢的贬值引发了严重的传染效应，在接下来的六个月时间内，除人民币和港元之外的其他亚洲国家和地区的货币都出现了30% 以上的贬值。与此同时，股市也一泻千里，下跌幅度达30% ~ 60%，这既由于外资纷纷变卖资金出逃，也由于其国内上市公司的盈利水平不断下降。房地产价格也出现了大幅下降。除新加坡和中国香港的银行外，其他亚洲国家和地区的很多银行不得不面临破产的境地。在印度尼西亚，很多银行被关闭引发了社会骚乱，其国内货币贬值达 70% 以上。

亚洲金融危机仿佛是日本十年前危机的翻版。东亚奇迹的说法没有人提了，相反出现了其他很多流行词——权贵资本主义（crony capitalism）、主动私有化（spontaneous privatization）和不稳定的投机行为。

本币的贬值使得先前借入美元、日元及其他国家货币的公司面临严重的汇兑损失。为它们提供贷款的银行也不得不面临严重的损失。由于对这些信贷损失的重新评估，亚洲国家的很多银行都不得不面临破产的境地。货币贬值也对亚洲国家的贸易收支产生了严重的影响，很多国家由巨额贸易逆差转为贸易顺差。

随着亚洲国家贸易收支和经常收支账户的变化，其贸易对手——美国的贸易逆差不断扩大。随着亚洲国家货币（泰铢、马

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来西亚林吉特、印尼盾）的贬值，美元开始了升值，亚洲国家货币纷纷放弃了对美元的钉住汇率制，只有人民币和港元幸免于难。

理性繁荣和非理性繁荣

1982 年至 1999 年，美国股价的年均增长率达到了 13%，这在美国二百年历史上是增长幅度最大、持续时间最长的。在相当长的一段时期内，美国股价每三年都有一次大跌；而在 1981 年至 2000 年的二十年时间里，美国股票价格指数仅有一年出现下跌，且幅度仅为 -5%。美国股市总市值与 GDP 总量的比率由 1982 年的 60% 达到 1999 年的 300%。

就美国全国的情况来看，在这段时间，美国的房地产价格涨幅较为平稳，仅在部分人均 GDP 增速较快、就业率提高明显的地区（如硅谷、洛杉矶、华盛顿、波士顿及纽约等），房价出现了急速上涨。

整个 20 世纪 90 年代，美国经济增长的势头都很好，通货膨胀率由 90 年代初的 6% 降低到 90 年代末的 2%。失业率由 8% 降低到 4%，经济增长速度一直保持在 2.5% ~3.5%，劳动生产率也有了明显的提高。美国财政部的年度财政预算变动幅度超过 5%，90 年代初，美国财政赤字为 3,000 亿美元，到了 90 年代初，美国实现了 2,000 亿美元的财政盈余。

美国经济增长的“负面”因素主要为每年达 5,000 亿美元的贸易逆差。此外，连创新低的储蓄率也成为美国经济发展的掣肘。

经济增长往往基于“新经济”发展模式，尤其是信息技术、计算机、网络企业、软硬件公司的发展。技术革新大大降低了信息传送和储存的成本，如 E - bay 就为数以万计的商品提供了一个无国界的拍卖市场。亚马逊（Amazon）也提供了一种全新的图书和电子产品的销售技术。通过 Peapod，人们足不出户就能网上购物。数以百万计的证券交易通过网上证券交易商（如 Charles Schwab）完成。投资者可以通过计算机以很低的交易成本进行股票交易。“股市快枪手”（day traders）随之涌现，他们辞掉了传统的工作，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

转而专门在家或在特定场所通过计算机进行股票交易。有的网站（如 Priceline）使得航空公司以很低的价格出售机票，或酒店以很低的价格提供客房。

风险资本家（venture capitalist，VCs）提供启动资金，于是，创业者们能够得到足够的资金去实现自己的理想。风险资本家通常同时投资于多家初创企业，并希望这些企业能够在三五年后公开上市，再通过出售股权获得收益。风险资本家的收益率取决于以下三个因素：（1）其所投资企业的科技研发是否成功；（2）其出售股票的价格；（3）投资的时间长短。

随着股票价格不断上涨，风险资本会获得很高的收益率，这会吸引更多的资金转为风险投资资本，风险资本的扩张速度会比平时快 5 倍。没有哪位投资者甘居人后。风险资本总量很大，一大批项目获得了资金支持，这时不缺资金，缺的是创业的想法和理念。三五年后，很多初创企业都会进行首次公开发行。拟发股票企业和投资银行通过全国性的路演（road show）诱使更多的基金经理购买其股票。

在路演末期，投资银行家会估计出其可以通过首次公开发行卖出的股份总量，确定招股价格和招股数量。大多数时候（概率为 99.46%），新股上市交易首日的收盘价都会远远高于招股价格。那些成功申购到新股的投资者可以获得很高的资本利得。

赚钱效应带来了一系列冲击。第一，越来越多的投资者热衷于申购新股。第二，对于股票的需求使得越来越多的人希望通过拍卖获得股权。如此一来，创业者们仅仅通过一个创意就能迅速实现原始积累，风险资本家只要能够找到成功的创业企业，就能获得高额的投资收益，投资银行家通过将更多的企业推向公众投资者而获得更高的佣金收入。从新股上市首日（首周、首月）的收盘价来看，投资者可以通过交易价格与新股发行价格的价差实现高额的投资收益。

价差的大小可能带来轰动性的效果。投资银行家会按照首日交易价差最大化的原则确定新股发行价格，而不是以获得最大股权融资为原则。循着这一思路，首次公开发行的股票更倾向于以较低的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格发行，只有这样，股票需求会更高，价差可能更大。创业者在首次公开发行时，仅仅出售了部分股权，价差越大，其财富增值越大。与其公开发行募集的资金总额相比，他们更关注通过价差获得的财富的多少。

很多新股的上市首日，换手率就能达到300%～400%。由于很多持有股票的投资者被要求在一段时间内锁定股份，而真正上市流通的股票仅仅占股份总额的很小一部分。因此，这一小部分流通股的换手率居高不下，甚至达到500%～600%。

美国经济仿佛也找到了一部永动机，这部永动机帮助数以百万计的美国家庭获得了更高的财富水平。新股上市首日的价差越大，被吸引参与新股申购的投资者数量越多。而新股上市的需求越大，为创业者们提供风险投资的资金也就越多。随着风险投资资金的不断增加，越来越多有创业想法的人离开了现有的工作岗位，追求其人生财富理想。

1996年12月，时任美联储主席的格林斯潘首次提出“非理性繁荣”的说法，当时道·琼斯股票指数为6,300点，纳斯达克指数为1,300点。格林斯潘对数据进行了认真细致的研究，发现当时的股价水平已经比其实际价值偏高了15%～20%，否则，他是不会贸然对股价作出评论的。而到了1999年12月，道·琼斯股票指数达到11,700点，纳斯达克指数达到5,400点，纳斯达克市场的总市值达到纽约证券交易所（NYSE）总市值的80%。

在整个90年代后期，美国股票市场分化为两大阵营。一大阵营以网络公司、电子商务企业、光纤通信厂商（fibre optics）、集成服务器提供商（servers）、快餐连锁企业（chips）、软件公司、信息技术企业和电信企业为代表，它们主要在纳斯达克市场挂牌；另一大阵营以通用电气、通用汽车、美国电报电话公司和时间人寿（Time－Life）等传统公司为代表，主要在纽约证券交易所上市。而纳斯达克上市的新经济公司的股价表现远远好于在纽约证券交易所上市的传统经济公司。但是，新经济公司股价的暴涨也出现了溢出效应，人们相信新经济公司股价的优异表现也将影响传统产业，因此，传统企业的股价也出现了一定涨幅。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表面来看，信息技术的进步似乎也在推动金融业的发展。计算机功能越来越强大，而售价越来越低。信息与数据的传送、存储的成本显著下降。摩尔定律（Moore's Law）似乎真的应验，相同运算能力的计算机成本每年下降 30%。互联网不断发展，将各个区域市场联结在一起。而在股票交易中，计算机自动撮合交易也取代了传统的场内人工交易。人们可以通过网络预订机票。光纤覆盖了东西海岸，长途电话资费已经降到了与本地电话差不多的水平。庞大的服务器的存储能力大大增强。数以万计的公司在从事数据（信息）存储、交换领域的业务，这些公司也使得其背后的风险投资基金赚得盆满钵满，而这些风险投资基金大多是由养老基金、大学、慈善组织或富裕阶层设立的。投资者对新股的热捧使得投资银行家们热衷“自销”（spinning）新股，即将一部分新股定向出售给能为他们带来更多业务的企业高管们。投资银行家也越来越富有，他们开始不断出售理财产品，而社会公众也坚信持有投资银行的产品会让他们获利。

要解答理性繁荣何时转变为非理性繁荣并不是一件容易的事情。不同投资者在不同时刻发现美国股票市场存在资产价格泡沫。最早发现美国股市有泡沫是在 1995 年春，18～20 个月后，格林斯潘作出了“非理性繁荣”的评述。但在 1995 年，美国股票价格平均上涨了 34%，1996 年的前 11 个月又上涨了 25%，而在 1994 年，美国股价的涨幅为 -2%。

美国股市 1995～1996 年的涨幅也可归因于 1994 年墨西哥金融危机的影响。墨西哥金融危机既有直接效应，也有间接效应。直接效应是墨西哥比索的突然贬值骤然改善了墨西哥的国际收支状况，1994 年，其贸易逆差为 -200 亿美元，1995 年，其实现了 70 亿美元的贸易顺差。与之相对应，由于美国是墨西哥最大的贸易伙伴，美国的贸易逆差增加了 250 亿美元。墨西哥贸易收支导致的另一个影响是资金不断涌入美国（随后于 1997 年爆发的亚洲金融危机使得亚洲很多国家国际收支出现变化，也导致了大量资金涌入美国）。资金由墨西哥进入美国，使得美国股票价格不断上涨。另一个效应就是美联储修正了其 1994 年的紧缩银根政策，银根开始

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

松动。

1998 年夏，随着亚洲金融危机和俄罗斯金融危机的爆发以及美国长期资本管理公司的倒闭，美国市场的资产泡沫又开始被重视。亚洲国家货币的迅速贬值使得美国贸易逆差攀升至 1,500 亿美元以上。与此同时，美联储再一次放松银根，因为长期资本管理公司的危机使得美联储不得不作出相应的货币政策安排，直到多数美国对冲基金再次变得专业和谨慎才结束这一宽松的货币政策。

1998 年 6 月开始，在随后的一年时间内，纽约证券交易所的总市值从 90,050 亿美元增长到 126,710 亿美元，增幅达 40%。纳斯达克市场的总市值从 17,770 亿美元增长到 32,090 亿美元，增幅近 90%。

随着资金不断涌入美国市场（也可看做储蓄不断涌入美国市场），美元开始升值。而美元的升值进一步刺激了美国国内投资，抑制了美国国内的储蓄（相应地，也刺激了美国国内的消费）。

资金的涌入也使得美国贸易逆差不断恶化。从国外涌入美国的储蓄资金使得美元在外汇市场上不断升值，以美元计价的进口商品更便宜，同时也降低了美国的通货膨胀率。那些将资金调入美国市场的投资者开始不断购买美国证券，使得美国证券价格不断上涨。很多美国人将原本持有的证券出售给外国投资者，现在，他们必须决定如何使用出售证券获得的资金。他们将大多数资金继续用于购买证券，同时，随着财富水平的提高，其消费水平也随之提高。储蓄率的降低和贸易逆差规模的扩大使得更多资金涌入美国。

数据显示，从其他国家涌入美国的资金有 95% ~97% 用于投资美国证券，只有 3% ~5% 用于购买消费品。但出售证券的美国人却将其所得资金多数用于购买消费品，这导致了美国国内储蓄率的不断下降。

用于购买消费品的资金具有“杠杆”效应。越少的资金用于购买消费品，就会有越多的资金用于投资证券和不动产，资产价格上涨幅度也会越大。

1999 年，美联储、商业银行甚至整个美国都在忙于应付“千年虫”问题，担心由于一些计算机不能辨识四位数的日期，而使

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得经济生活出现瘫痪。美联储对“千年虫”问题的过度担心使其为商业银行提供了过多的流动性，商业银行也再一次增加了贷款投放。

美国股市的繁荣也吸引了欧洲的投资者，美元兑欧元也在不断升值。而美元的不断升值和贸易逆差规模的不断扩大，美国国内的通货膨胀压力也在逐渐减弱。结果导致美联储感觉没有必要推行保守的货币政策。

随着新千年的平稳到来，美联储开始回收流动性，美国股市开始下跌。纳斯达克市场的股价水平共下跌约 40%，市值缩水约 80%。

滚滚资金（sloshing money）和资产泡沫

20 世纪 80 年代后期日本的资产价格泡沫、90 年代前期泰国和马来西亚的资产价格泡沫以及 90 年代后期美国的资产价格泡沫，这三次资产价格泡沫在 15 年的时间内依次出现。日本资产价格泡沫发生有其历史背景：日本房价经过 30 年连续上涨；金融管制放松，日本商业银行不动产抵押贷款增速惊人；为抑制日元在国际外汇市场的升值，日本银行不断采取干预措施，快速扩大了日本国内的货币供应量。当日本资产价格泡沫破裂时，很多资金从东京流向了泰国和其他亚洲国家。这些亚洲国家的股价和房价快速上涨。部分亚洲国家的经济形势宛如 80 年代的日本般繁荣。当亚洲资产价格泡沫破裂后，很多资金又蜂拥而入美国市场，美元升值，美国股价不断上涨，其股价泡沫与 20 世纪 20 年代大萧条前相比，有过之而无不及。

不论是日本、泰国、其他亚洲国家还是美国，都曾经历辉煌的经济增长。经济增长与低通胀并存，可能仅仅是由于本币的升值使得以本币计价的进口产品的价格下跌，掩盖了其国内物价的真实水平。资产价格泡沫事件中的情节都是庞氏骗局。20 世纪 80 年代，投资于日本房地产的投资者只能依靠从银行获得新贷款，才能偿还现有贷款的利息。这种资金流入的模式是不可持续的，事实也是如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此。与此类似，泰国和其他大多数亚洲国家都有着惊人的贸易逆差，并借入大量国际贷款，它们只能依靠获得新贷款才能偿还以前贷款的利息。90年代后期，购买美国股票的投资者们也只能指望出现更傻的人接棒，才能将股票出手。市场上真的有很多傻瓜，但尚未达到触目皆是的程度，所以，投资者会被视为理性和保守的，他们能够规避股价下跌带来的巨额损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章 欺诈、骗局和信贷周期

资产价格泡沫的破裂往往会揭穿欺诈骗局。安然公司仅用了几个月时间就从美国股市的神坛上跌落，走向破产的不归路。几乎同时，世通公司也卷入了会计造假的旋涡，并最终走向破产。这家公司通过高估投资收益、低计费用支出的手段虚构了100亿美元的利润。随着20世纪80年代末利率水平的不断攀升以及1987年10月美国股灾的爆发，美国的垃圾债券市场也随之崩溃。

与信贷投放类似，腐败也具有顺周期的特性。当经济处于繁荣周期时，银行提供给企业的贷款很多，且能够推动经济进一步增长。而当经济不甚景气时，银行发放贷款会更加谨慎，也会对单个贷款人的信贷额度和总信贷投放施加限制。由于无法获得信贷支持，各种欺诈手段会如雨后春笋般不断涌现。

多数欺诈行为是违法的，但也有欺诈行为介于违法与不违法之间。如是否应将管理层股权激励视做工资支出成本？如果会计报表附录中披露，这一股权激励计划并未兑现，是否应将此视为其并未对企业成本和利润构成影响？对以上问题作出解答需要考虑企业利润增长的幅度，以及股价上涨的幅度。那些90年代研究电讯公司的天才们，如亨利·布罗吉特（Henry Blodget）、玛丽·米克（Mary Meeker）和杰克·格鲁曼（Jack Grubman）等是否有义务对社会公众作出其对未来股价的理性判断？或者公布其对各公司未来6~12个月股价的目标位？政府是否应设立“真相警察”以避免社会公众被虚假消息所蒙蔽？还是由投资者自己对其投资股票的各种消息作出独立判断？有的行为的确是合法的，但并不是所有的信息都能登上《纽约时报》、《华尔街日报》、《芝加哥论坛报》或《伦

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

教每日电讯报》的头版，因为阳光可能激发受害者，使其成为欺诈者。

安然、世通、阿德菲亚传播（Adelphia）、泰科（Tyco）、南方保健（HealthSouth）及环球电讯（Global Crossing）等公司，在90年代股市泡沫时期都曾是运用金融杠杆的楷模。很多欺诈行为都是在股价不断上涨、泡沫逐渐形成时出现的。资产价格泡沫为欺诈行为提供了很好的掩护。放款人总是愿意增加其放贷总额及资产规模，因此，高风险的贷款人到期的贷款总是能够获得再融资。投资银行总是愿意相信故事，投资者们也很难理性对待其金融收益。

会计师事务所（如安达信等），或称之为特许公共会计师事务所，是为保护投资者不受公司财务报表数字误导而设立的。一般认为，注册会计师们会对公司公告中的每一个数字严加审查。而有的会计师事务所也会被其所服务的公司所收买，与其雇主一道蒙蔽投资者。这时我又想到另一个问题：那些为安然及世通等公司提供法律服务的律师事务所是否也应对投资者的损失负责呢？

欺诈、骗局、挪用及强行交易本身就是市场经济的一部分，只不过在一些国家较为常见，而在另一些国家较为少见。透明国际（Transparency International）每年都会发布各国的腐败指数。芬兰牢牢占据清廉度第一的位置，冰岛等国紧随其后，商业环境较好；而孟加拉国、刚果及尼日利亚等国的腐败程度较高，商业环境较差。美国在这张榜单上的排名也比较靠前，即美国政府也较为清廉，但美国公司在90年代股市泡沫期间的一系列欺诈行为使其距离芬兰等国尚有距离。

传统意义上的欺诈一般指高估存货的价值。如20世纪30年代末，麦肯森·罗宾斯（Mckesson Robbins）就用伪造仓单作为抵押骗得贷款。20世纪60年代末，比利（Billie）将租赁得来的化肥车和借来的化肥车都算做自有资产，以此弄虚作假。20世纪60年代，提诺（Tino）利用油比水轻的原理，在运送沙拉油的车厢里先装入20英尺水，再铺上6英寸厚的沙拉油，将之伪装成整车沙拉油，并以此为抵押骗得贷款。

与虚假陈述有关的欺诈可以在承诺兑现时获得检验。最终，放

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

款人会将比利绳之以法，有人会去调查化肥车的真实数目。如果贷款人通过欺诈的手段获得了贷款，放款人的财务人员会发现其中的不匹配。而在金融市场上，欺诈一般表现为对公司利润或股价预期的虚假陈述。典型的例子如亚马逊曾宣称，其股价到 7 月 4 日会达到 400 美元。再如某家公司宣称其公司净利润会在未来五年保持 15% 的年均增长率。金融市场上的一些欺诈事件是由于对企业未来盈利水平或股价的“过度乐观”，导致出现不真实的预测。

华尔街就靠发行股票攫取了大量财富，而其兴盛发达的根本在于其用高薪聘请了一群专业人士，他们能够影响公众判断，使投资者们相信他们所购买股票的价格未来仍会不断上涨。从某种意义来讲，他们的作用类似于夜总会门口招徕人们购票进场观看演出的“托儿”。股价上涨的概率是下跌概率的两倍。因此，即使不具备任何专业知识，市场战略专家预测正确的概率是预测错误的两倍。一般而言，市场战略专家不愿公开唱空某一类股票，更不会公开唱空某一只股票（如果那样做会使该公司高管勃然大怒，甚至会以与该投资银行断绝交易往来相威胁）。有时候，市场战略专家公开唱多的某一只股票仍会出现下跌，但这仅仅关乎该预测机构的声誉，并不会影响其经济利益。他们会将之称为偶然事件，并会很快东山再起。

腐败很难被准确定义，除非一个经济体（或社会）专门制定法律法规将非法与败德行为进行严格限定。在一个社会中，如果没有规矩或标准，任何事情都是可接受的。如果可接受行为与不可接受行为间的界限不清，就会出现腐败行为。事实上，所有社会都有其规矩或标准，核心在于可接受行为判断的关键要素能否不断变革以降低全社会的交易成本。

各国的法律迥然相异，很多行为在一些国家合法，在另一些国家却是非法的。更有甚者，在一个国家内部，界定不可接受行为的标准也可能随时间推移而变化，例如在美国，很多在 19 世纪 70 年代合法的金融交易手段，今天看来都是非法的。抛开国别、时间等因素不谈，仍然有判断可接受行为的基本标准，犹如《圣经十诫》中的第八诫“不可偷窃”（Thou Shalt not Steal）一样明确。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事实上，腐败本身就是社会的一部分。在20世纪90年代经济高涨时期，跨越道德法律界限的腐败交易数量大大增加。这看上去非常荒谬，随着股票价格上涨，不动产和大宗商品价格飙升，人们的财富总额以年均30%～40%的速度飞速上涨，而财富的飞速增值恰恰吸引人们追求更高的财富增值水平。很多人想在群体中脱颖而出，他们甚至可以隐瞒真相、编造谎言。

风险报酬率（reward－risk ratio）如此之高，很多企业家和经理人都会选择铤而走险，通过违规或欺骗可能获得的财富增值如此诱人，远远超过了谎言戳破后可能带来的罚金或声誉损失。很多人都打着这样的如意算盘，只要违规行为不被发现，他们就能一夜暴富，并将这些不义之财据为己有。退一步讲，即使这些违规行为败露，他们仍然可以持有相当比例的灰色收入，被抓进监狱的可能性很小，很多囚禁白领罪犯的监狱甚至就像一个上流社会的体验式俱乐部。

经济动荡及衰退会使很多人为避免破产清算而走上欺诈犯罪的道路。今天的一句谎言明天可能演化成一场风暴。当经济繁荣不再、亏损逐渐浮出水面时，很多人只能豪赌未来的盈利预期，因为只有这样，才能避免破产悲剧的出现。

巴林银行是总部设在伦敦的老牌商人银行，其在新加坡的代表处只有五六位雇员，尼克·里森（Nick Leeson）只是其中之一。里森从事股票期权交易，大量仓位集中在日经225指数期权上（日经225为日本主要的股票指数）。巴林银行伦敦总部对里森的交易风险头寸有着严格的限定，规定了他能承受的最大风险对应的资本金额度。里森大量买卖日经指数的看涨、看跌期权。买入看涨期权意味着赌日本股价上涨；买入看跌期权意味着赌日本股价下跌；卖出看涨期权意味着赌日本股价不再继续上涨；卖出看跌期权意味着赌日本股价不再继续下跌。无论里森买入看涨期权或看跌期权，都必须向期权卖方支付风险溢价；而当其卖出看涨期权或看跌期权时，他都可以从交易对手处获得风险溢价。

最初，巴林银行新加坡代表处交易员的失误造成了其交易账户的账面亏损。里森发现这一情况后，并没有立即向巴林银行伦敦总

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

部报告，而是卖出大量日经指数看跌期权，计划用其获得的风险溢价抵补交易账户的亏损。然而，神户大地震（Kobe earthquake）导致了东京股市暴跌，也为其看跌期权合约带来了大量的账面亏损，远远超过了其风险溢价收入。这造成了其交易账户亏损额的进一步增加。这时，里森押上了两倍的赌注，希望新交易的盈利能够抵补前期的所有亏损。不幸的是，这次里森又输了。固执的里森仍沿用其“加倍下注”的策略应对其交易账户亏损，以期时来运转，直到其交易账户损失额相当于整个巴林银行的资本金总额。

里森连续做了四五笔失败的交易。如果按照传统的“掷硬币”理论，连续错误五次的概率只有三十二分之一。如果其所从事的交易成功了一笔，他的违规交易就不会成为报纸的头版头条，他也就不会在新加坡的监狱中度过两年时光了。

像里森一样的败家交易员还有很多。如爱尔兰联合银行巴尔迪莫分行的交易员约翰·拉斯纳克（John Rusnak），他曾在外汇交易中造成了7.5亿美元的巨额损失，直到都柏林总行发现这一损失，其行为才大白于天下。住友银行纽约代表处的滨中泰男曾经是全球期货市场的风云人物，素有“铜先生”的美誉，他在铜期货市场的交易中也为住友银行带来了数十亿美元的损失。澳大利亚国家银行的五位交易员在外汇市场上也为公司带来了数亿美元的损失。

里森、拉斯纳克之流的败家交易员在其赌博行为败露前都进行了不止一次的交易。而在这其中，都是由于无法为其损失埋单，资金链出现问题，其欺诈交易才会败露。

当然，还有很多比他们幸运的败家交易员，在初期遭受了两次、三次甚至更多的“翻倍或血本无归”的赌博式交易的失败后，最终咸鱼翻身。表面上看，银行资本金没有受到任何损失，他们的违法或欺诈行为也永远不会为世人所知了。

本章描述金融欺诈事件的方法是叙述式或逸闻式。《吉尼斯世界纪录》一书并未用专门篇幅记录金融欺诈的交易额之最。美国南北战争后的经济快速繁荣催生了为数不少的金融欺诈行为，直到19世纪80年代的“镀金时代”（Gilded Age）。而到了20世纪20年代，很多美国银行家仍然在出售拉美国家的债券，事实上，这些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债券早已违约了。

国际信贷商业银行（BCCI）在20世纪70年代的石油价格危机中获利颇丰。国际信贷商业银行最初注册在巴基斯坦，随后在中东、伦敦及其他欧美主要城市设立了一系列分支机构。20世纪70年代的石油价格危机使国际信贷商业银行迅速扩张，中东地区资金充裕，国际信贷商业银行的很多早期客户都是波斯湾国家的暴发户。国际信贷商业银行的狡猾之处就在于吸引了很多穆斯林客户。国际信贷商业银行的很多贷款都发放给政客，这些政客帮助该银行扩张，并放松了对其的管制。当然，为了吸引存款，国际信贷商业银行付出的利率也很高。

国际信贷商业银行很可能是有史以来最大的庞氏骗局，它从未产生任何利润。为了推迟确认资产损失，很多不良贷款都获得了再融资。很多贷款减值已经到了令人瞠目结舌的地步，国际信贷商业银行不得不通过会计欺诈来掩盖这一损失，审计师也由于被贿赂而对此置若罔闻。为掩饰其贷款损失，国际信贷商业银行从事了大量的期权交易，通过“价内期权”（in the money option）与“价外期权”（out the money option）间定价机制的不完善掩盖其贷款损失。与此同时，国际信贷商业银行仍在不断扩张，不断将更多的存单出售给客户。

20世纪90年代初，日本经济泡沫破裂，大量总部设在东京或大阪的银行都承受了巨额的贷款损失，那些为不动产投资或股票投资提供融资的银行损失更为惨重。很多日本农村的信用合作组织由于发放了大量不动产抵押贷款，也遭受了巨额信贷损失。很多日本的地区性银行也出现了巨额信贷损失，这是由于其很多贷款都为了服务地方经济发展，投向了高尔夫球场、酒店、游乐场等项目。这些贷款并不像普通意义的贷款那样能按时获得本息偿付，而只能靠借款人不断获得新贷款才能偿还现有贷款的利息，事实上，贷款本金增长的速度与利率相等。这种“永动机”式的融资方式是安全的，因为不动产增值的速度比贷款利率快三至四倍。按照一般惯例，以房产作为抵押的贷款最高能得到相当于房产价值70%的贷款额度。随着房产价值的不断上升，银行的安全边际会不断提高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一旦房地产价格下降，贷款审核程序中的很多欺诈行为就会浮出水面。在大阪，经营一家小酒店的女老板从住友银行当地分支机构中获得了相当于几十亿美元的贷款。事实上，她与当地银行家保持着“良好的朋友关系”。很多银行的信贷评审人员都被黑社会收买或威胁，这些社会渣滓发现高估不动产价值获得贷款是比抢银行更安全的发财途径。很多地区银行的管理人员为不动产开发商提供贷款，而不动产开发商获得贷款后将该款项用于购买原本属于该银行高管的土地。很多政府工作人员也从事不良行为，将监管变化的相关信息提前透露给其客户，以从中牟利。

当泰国、马来西亚及其他东南亚国家的金融泡沫破裂时，银行体系也遭受了巨额的信贷损失，“权贵资本主义”（crony captilism）一词开始被人们不断提及，主要指那些在前些年沉醉于高速经济增长的贷款人。在印度尼西亚，苏哈托家族经济模式（Suharto family business）统治了超过三十年，仅从该国 GDP 增长率上来看，这一经济模式是很成功的。当印尼经济表现好时，银行非常愿意给苏哈托总统的孩子们提供贷款，它们并不关心贷款所支持的项目是否能获得利润。

20 世纪 80 年代初，包括储贷协会、存款互助组织在内的美国储蓄机构爆发了危机，当时的一种观点认为，正是为了帮助缺少融资途径的美国人购买其首套房屋，才爆发了这场危机。各类储蓄机构通过出售短期存单获得资金，又将资金投放到长期、固定利率不动产抵押贷款项目上。由于存款的期限远比不动产抵押贷款短，即存在期限不匹配的问题，这些储蓄机构就不得不面对“转换风险”（transformation risk），即短期利率水平与长期利率水平出现不对称变化，致使其贷款获得的利息无法抵补吸收存款的利息支出，而出现负的净现金流。事实上，储蓄机构的利率倒挂问题已持续了 50 年，除此之外，储蓄机构的其他运营状况是健康的。导致交易风险的原因在于美国政府派出机构专门监管银行同业间的哄抬利率拉存款的不正当竞争行为。但到 70 年代后期，随着美元债券利率水平的持续升高，很多存款人将银行存款转变为美元债券或货币市场基金，以获得比储蓄存款更高的利息收入。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如此一来，储蓄机构就不得不面临两难的境地。如果它们将利率水平提高至美国国债的水平（假使它们能够说服美国监管当局提高利率上限），它们吸收存款付出的利息会超过它们发放贷款获得的利息收入，其资本金会被不断侵蚀，并最终面临破产。另外一条途径就是储蓄机构马上选择出售其信贷资产，以减少其利差损失。但由于出售信贷资产的价格低于甚至远远低于其面值，因此，它们当期就会面临严重的资本损失。

多数储蓄机构还是选择提高存款利率，因为逐渐走向破产总要优于突然死亡。每个储蓄机构都可以清楚地计算出其每月损失了多少资本金，以及剩余的资本金还能维持多久。

成千上万的储蓄机构最终走向破产。多数破产的储蓄机构最终都被联邦储贷保险公司（Federal Savings and Loan Insurance Corporation，FSLIC）或联邦存款保险公司（Federal Deposit Insurance Corporation，FDIC）接收，而这两家机构都是隶属于美国政府的存款保险公司。这些存款保险公司会将破产储蓄机构中的优质信贷资产出售，将获得的资金记入累积准备金，用于全额偿还存款人的储蓄存款。

短短几年时间内，联邦储贷保险公司和联邦存款保险公司在过去五十多年所累积的准备金就被消耗殆尽了，资本金也遭到严重冲蚀。存款保险机构发现它们面临进退维谷的境地。这些储蓄机构资不抵债的情况如此严重，当存款保险机构关闭它们的时候，已经没有足够资金维持其存款保险信用了。它们只能要求资不抵债的储蓄机构继续经营。于是，它们推出了“容忍”（forbearance）政策，允许这些储蓄机构继续经营。

毫无疑问，联邦储贷保险公司和联邦存款保险公司的损失要想得到冲销，只能通过两条途径实现：一是从国库中拿出纳税人的钱弥补亏空；二是提高存款保险费率水平。显而易见，要求银行和储蓄机构拿出更多的保险费为其破产的竞争对手埋单几乎是不可能的。

美国一些国会议员试图说服财政部为存款保险机构提供更多的资金，以使它们能够全额偿还存款人的存款，并继续关闭破产的储蓄机构。这些官员们希望借助金融危机对金融业重新实施管制。一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

部分破产的储蓄机构被重组，一家破产的储蓄机构吸收另一家破产的储蓄机构，合并方资产负债表上的资产项目被“粉饰一新”。该提议（更确切地说是该愿望）的初衷在于，经过未来二三十年的经营，吸收方能够获得足够的资金抵补以前的损失。

很多企业家的想法也很乐观，他们认为解决破产储蓄机构的办法在于帮助其增加存款总额和贷款总额，以使其新增贷款产生的利润能够抵补以前贷款的损失。1982 年，美国国会通过法案，放松了对储蓄机构的管制，允许储蓄机构购买几乎所有类型的证券资产。与此同时，将单个存款人在储蓄机构的存款保险偿付的最高限额从 4 万美元提高到 10 万美元。事实上，存款人只需对其存款使用的姓名稍加改变，就能轻松绕过这一限制。如琼斯先生可以在其名下存入 10 万美元，并获得全额存款保险；琼斯夫人也可以在其名下存入 10 万美元，并获得全额保险；琼斯夫妇也可以其夫妻共同财产的名义存入 10 万美元，也获得全额保险。除此之外，其每个孩子都可以在名下开设账户，也可以联名账户的形式进行储蓄，并获得全额保险。

破产的储蓄机构希望能购入所有高利率贷款或证券，因此，它们自然成为“垃圾债券”市场的积极参与者。在其发展之初，只有那些“落难天使”公司才发行垃圾债券，由于这些公司财务状况出现困难，其发行的债券被评为非投资级。非投资级意味着金融机构不会再继续持有这些债券，因此，其收益率水平显著提高。

德崇证券的迈克尔·米尔肯设计了一种新的市场创新工具，极大地促进了垃圾债券市场的供给和需求。20 世纪 80 年代，为刺激经济保持较快增长势头，美国的利率水平不断走低，这也为垃圾债券市场的蓬勃发展创造了良好的市场环境。德崇证券和米尔肯推销垃圾债券的诀窍在于其承诺的收益率水平远远超过了投资级债券的收益率水平，也能够补偿因某一发行垃圾债券公司的破产而导致其所持有的所有债券全部血本无归的风险。

利用垃圾债券融资的大多是米尔肯的朋友或合作机构，其发行垃圾债券融资的目的通常是为了获得某一储蓄机构、保险公司或其他类似机构的控制权，而这些机构也恰恰是这些垃圾债券的主要买

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家。米尔肯通过“安慰信”（comfort letters）的形式使有意向收购一家现有企业的经理人放心，并承诺德崇证券会为其提供完成收购所需的全部资金。一旦他的这位经理人朋友完成了对某企业的并购，被并购企业很快就会发行垃圾债券，并由德崇证券出面承销，米尔肯再通过其控制储蓄机构和保险公司的朋友们将这些垃圾债券销售出去。为了方便出售垃圾债券，米尔肯甚至通过德崇证券设立了一家共同基金管理公司。

米尔肯相当于有了一部印钞机。当其客户发行垃圾债券时，德崇证券赚取承销费；当向共同基金销售垃圾债券时，德崇证券赚取销售佣金。共同基金向美国公众发行基金份额时，又能够赚取发行费，运作基金还能获得基金管理费。

利益驱使更多的机构加入进来，美林证券（Merrill Lynch）就是帮储蓄机构揽储的典型。加利福尼亚和美国西南部各州的储蓄机构开始提供更高的利率水平，而美林数以万计的证券经纪人成为将全国财富汇集到米尔肯朋友们控制的储蓄机构账户上的重要力量。但有一点是所有储户都心知肚明的——他们放在储蓄机构的钱是由美国财政部担保的。

米尔肯融资支持的经理人们真正的经营管理经验乏善可陈。他们利用美国人民的财富（即由美国政府提供担保的老百姓存在储蓄机构的存款）收购了超过五十家企业。他们购买企业时支付的价格往往高于其公允价值，但问题的关键在于他们用的是老百姓的钱而不是他们自己的。

多数企业并不能获得足够的收益偿还垃圾债券的利息。不过毋庸担忧，它们可以发行新的垃圾债券获得源源不断的资金偿还先前发行债券的本息，因为米尔肯的朋友们所控制的储蓄机构会毫不犹豫地购买这些新发行的债券。因此，只要垃圾债券存在，这部印钞机就会不断地运转下去。

谁料20世纪80年代末，美联储推出了监管新规，禁止储蓄机构购买垃圾债券，米尔肯苦心经营的垃圾债券市场随即土崩瓦解。垃圾债券的市场价格一泻千里，债券持有人蒙受了巨大的投资损失，整个垃圾债券市场出现了严重的流动性风险。德崇证券也因持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有大量垃圾债券而损失惨重，最终于1992年破产。

最终，政府不得不掏出1,500亿美元为储蓄机构的损失埋单。假如20世纪80年代初，储蓄机构危机刚刚冒头时，美国国会就采取果断措施将之关闭，对美国纳税人造成的损失可能只有200亿~300亿美元。两种情形造成的损失差距如此之大，其原因在于如果及时关闭储蓄机构就能避免其参与垃圾债券市场，并减少后期的损失。20世纪80年代美国所发行的垃圾债券中大多是由德崇证券承销的，而在这些垃圾债券中，超过半数最终难逃违约厄运。

米尔肯及其家族在这一过程中聚敛了大量财富，最终对他的处罚只有5.5亿美元罚金和30个月的监禁，而他本人仍然是亿万富翁。

垃圾债券的虚构（fiction）和纪实（non-fiction）

公司兼并和垃圾债券一直是令人感兴趣的话题。现在让我们看一下关于垃圾债券的报道。这些报道有的是虚构的，但也有的是事实。汤姆·沃尔夫（Tom Wolfe）的著作《虚荣的篝火》（*Bonfire of the Vanities*）描述了纽约金融家的价值观。肯尼·布鲁克（Connie Bruck）在其著作《收购者舞会》（*Predator's Ball*）中描写了垃圾债券购买者和出售者年度庆典时的盛况。影片《门口的野蛮人》（*Barbarians at the Gate*）描述了对RJR公司这一潜在收购对象的争夺，从中可以发现，判定潜在收购对象是很困难的。詹姆斯·斯蒂沃特（James Stewart）的著作《贼巢》（*Den of Thieves*）讲述的就是米尔肯和他的朋友们的故事。本·斯特恩（Ben Stein）的著作《盗贼执照》（*A License to Steal*）提供了20世纪80和90年代倒闭公司的全记录，并列出了所有接受过德崇证券承销服务的公司名单。

20世纪90年代后期，美国连续爆出了多起欺诈、骗局和丑闻。正如前文所提到的，安然公司就是卷入骗局和证券欺诈丑闻的最为知名的企业。安然公司最早由两家天然气管道运输商合并成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

立，其旗下的安然重工（Enron Heavy）主要致力于管理印度的发电厂及英国、墨西哥的水务系统等。安然轻工（Enron Light）经营范围则更广，包括电力、天然气及其他任何能在能源批发市场交易的商品的生产和贸易。随着对电力市场政府管制的取消，安然迅速发展成能源领域的垄断企业。

安然旗下两大业务板块的扩张需要大量资金用于投资工厂、设备、贸易设施和软件系统。为筹措这笔资金，安然发行了一系列债券，并为其投资银行——美林证券和所罗门兄弟支付了巨额佣金。在安然公司各项业务最鼎盛的时期，其公司总资产达到2,500亿美元，每股价格达到100美元，总市值超过了2,000亿美元，公开发行的债券面值共计400亿美元。虽然这一数据与通用电气和微软等恐龙级企业尚有差距，但当时的安然公司也的确发展成了一家重量级的企业。

在美国2000年股市衰退出现之前，安然公司被评为全球第七大企业，并被《财富》评为美国年度最具创新力企业。但随着美国股市衰退的出现，安然公司很快就坠落到破产边缘，股价大大缩水，债券价格也不断下挫。

一个很吸引人的问题是，安然公司的管理层何时放弃了其稳健的能源经营，转而从事证券欺诈？另一个与之相关联的问题是，为安然公司提供专业咨询服务的会计师事务所和律师事务所是否真的完全没有发现其雇主的违法行为？

安然公司通过“股票期权”的形式激励管理层努力工作，而管理层通过出售股票期权补偿其经济损失。安然公司的利润增速快，股票价格就会增长得快，也会带动股票期权价格上涨，公司管理层的个人财富增长得也越快。因此，安然公司管理层有驱使公司利润不断上涨的强烈冲动。况且，他们的奖金收入也与公司股价紧密关联。

华尔街的股票分析师们也关注到了安然公司基本面的变化。他们对安然公司的盈利预期越来越不乐观，并认为其盈利状况会逐渐降低。很多最终走向破产的企业的盈利预测都不准确，它们的股价会以10%～20%的速度下跌。因此，安然及其他公司的财务总监

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

迫切需要编造利润来迎合股票分析师们的分析。

安然公司与美林证券以及 J. P. 摩根签订了许多售后回租协议（sale – and – lease arrangement），这些协议的标的物多是尼日利亚的发电船。美林证券和 J. P. 摩根与安然公司协议的购买价格远远高于这些资产的市价，通过这种交易，安然公司实现了利润，并借此提高了当期的收益水平。但是，美林证券和 J. P. 摩根并不是慈善机构，它们肯高价收购发电船，必然会在融资租赁期间要求更高的年租金。从安然公司的角度看，它增加了当年的利润，却摊薄了公司未来的利润。

安然公司仅仅关注当年利润的提高，全然不顾对未来造成的影响。因为，它们认为未来利润水平的提高能够掩盖这一成本。

安然公司从事了大量复杂的期货交易，这些期货交易的标的物通常没有很好的价格参照，交割期限在未来四至五年。安然公司账簿上对这些期货交易的估值不断提高，这些并没有兑现的利润也记入了安然公司当年的总利润中。如在 20 世纪 90 年代，比利·索依斯特（Billie Sol Estes）是安然公司重要的合作伙伴，安然公司通过高估租出的农业设备获得了大量利润。

安然公司通过隐藏负债等金融欺诈手段增加了 10 亿美元的当年利润。安然公司的做法是将其负债通过所谓的特殊融资载体（Special Financing Vehicles，SFVs）转移到资产负债表外。很多银行和工业企业都通过特殊融资载体将其负债转移到资产负债表外，这样一来，它们的财务状况就会大大好转，信贷额度也会大大增加。按照特殊融资载体的会计准则，只要有“不相关的独立方”持有该融资载体 3% 的股权，该特殊融资载体就可以不与母公司并表核算。而安然公司只持有为其服务的特殊融资载体 97% 的股权，其他 3% 由管理层以个人名义持有。很多人使用化名作为代持股东，如星际大战中的名字。这些实质上与安然公司有密切联系的特殊融资载体先从安然公司取得借款，然后又将这些资金投到安然公司。

与安然公司存在实质关联的特殊融资载体将借来的资金给了安然，而安然用这笔钱维持自己的股票价格。这多少与尼克·里森的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

冒险战略有异曲同工之处。如果股价下跌，受损失的是与其暗中联系的特殊融资载体，安然公司并不会受到牵连。这实际是很老旧的欺诈伎俩，早在19世纪，美国铁路公司就曾应用过。该公司以自己的股票为抵押获得贷款，当股价下跌时，它们会千方百计地维持股价，以维持其抵押品的信贷额度。因为如果其股价下跌幅度过大，其抵押品的价值就大大缩水，所能获得的贷款也会大大减少。

大投资银行纷纷向安然公司抛出橄榄枝，因为安然是不折不扣的大客户，能够为他们带来丰厚的潜在利润。

安然的破产导致了安达信的垮台。安达信曾是美国最大的会计师事务所之一，早年间，它曾遭到亚利桑那浸会医院（Baptist Hospital of Arizona）、废物管理集团（Waste Management）及其他审计师事务所的指控，但每次都能逢凶化吉。但这一次，在美国证券交易委员会启动对安然公司金融衍生品交易的调查后，安达信仍然在帮助安然藏匿文件、销毁证据，终于遭到了起诉。

安然公司每年向安达信支付200万美元的审计费，2,500万美元的财务咨询费。安达信可能为了维持每年从安然公司获得财务咨询费收入，帮助安然公司造假。安达信只是众多为安然公司提供财务咨询服务机构中的一家，安然公司仅为了保持与某家媒体的关系，每年都花费25,000美元召开所谓的联系会。安然的首席运营官肯内斯·雷（Kenneth Lay，很多华盛顿政客称之为肯尼小子）为很多政客提供政治献金。最终，安达信会计师事务所于2002年被判妨碍司法公正，数以千计的客户不想与这样一家身败名裂的会计师事务所相牵连而与之终止合作，直至其最终破产。

安然公司管理层中有超过30人卷入了这一犯罪事件之中。其财务欺诈主要有以下三种形式：首先，通过高估收入低估负债提高盈利预期；其次，一部分高管对国税局（Internal Revenue Service）隐瞒了应税收入；再次，CEO肯内斯·雷伙同他人利用虚假信息隐瞒公司实际的财务状况。初步审判之后，5人被判有罪，1人被判无罪开释，另有15人已经承认其罪行，其中一部分已经在狱中服刑，而还有很多人仍在等待法院宣判，8人仍在等待审判。安然公司两大巨头之一的杰弗里·斯基林（Jeffray Skilling）面临包括

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

诈骗、证券欺诈、电信欺诈及内幕交易等罪名在内的 35 项指控。安然首席财务官安德鲁·费斯托（Andrew Fastow）被诉以诈骗及证券欺诈等多项罪名，将面临至少十年的牢狱生活，且不会获得假释，其妻子琳达·费斯托（Lea Fastow）也因税务欺诈而被判入狱六个月。安然公司出纳本·格里珊（Ben Glisan）也因电信欺诈和证券欺诈被判五年徒刑。安然金融业务主管迈克尔·库珀（Michael Kopper）也因欺诈和洗钱的罪名而被判有罪。前安然公司管理层愿意支付 1.68 亿美元赔偿与其股东达成和解协议，其中 1,300 万美元由高管个人支付，剩余部分通过相关救助基金赔付。在安然公司事件中，雷曼兄弟和美国银行分别支付 2.22 亿美元和 0.69 亿美元的罚金。

世通公司是 20 世纪 90 年代美国发展最为迅速的通信企业之一，通过超过六十桩并购交易成为美国通信领域的领导企业。伯纳德·埃伯斯（Bernie Ebbers）曾经是美国密西西比州首府杰克逊市一所高中的历史老师，正是他一手缔造了世通公司的快速成长奇迹。世通公司股票的每股收益增长很快，其市盈率水平高于被收购企业的市盈率水平。世通公司通过发行新股换取被收购企业的股份，最终实现对该企业的并购。

作为通信领域的垄断企业，世通总是能以合适的价格并购企业，其所并购企业的股价低于世通公司股价，盈利却高于世通公司的盈利，因此，世通股价一直维持较快的上涨趋势（世通公司不能容忍股价高于其自身股价的公司，因为收购这样的公司会降低其股票的上涨速度）。

埃伯斯面临骑虎难下的局面：维持世通公司的高股价，必须继续并购低股价的电信企业。随着世通公司自身规模的增长，保持其利润增长的唯一途径就是并购越来越大的企业。而随着这种并购行为的深入开展，市场上剩下的潜在并购目标越来越少，世通公司的利润增长奇迹也就难以为继了。

世通公司的最后一笔并购对象是 MCI 通信公司，MCI 是美国通信产业中最具创新精神的公司，其所推出的微波通信技术打破了 AT&T 公司在长途电话业务中多年的垄断。MCI 规模很大，以至于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

世通公司不得不改名为 MCI 世通，为了维持其盈利奇迹，MCI 世通试图并购美国主要电信商 Sprint，但此笔交易最终被美国监管机构否决。

MCI 世通公司很快就面临破产境地，这也成为美国历史上最大的企业破产案。随后的调查显示 MCI 世通公司的 CEO 将 48 亿美元的费用列为投资成本，欺诈总额达到 100 亿美元。其一系列欺诈行为的直接原因就是维持盈利奇迹，以维持其高股价。MCI 世通公司的两位高管被捕，随后被判有罪并已开始服刑。

随后的调查发现，MCI 给埃伯斯提供了 4 亿美元贷款而没有入账（off – the – books）。而埃伯斯为这些贷款提供的担保标的正是 MCI 世通的股票，然后利用贷款资金购买更多的股票。埃伯斯显然违反了基本的投资法则——将鸡蛋放在不同的篮子里。

安然和 MCI 世通都成为其商业奇迹的牺牲品。华尔街的市场分析师们每个季度都会作出下一季度的盈利预测，如果它们达不到这一预测，其股价就会下跌 15% ~20%，这对上市公司是沉重的打击。于是，上市公司高管们采用两种方式加以应对。如果其实际利润高于分析师们预测的水平，他们就会通过缓记收入或提前支出推迟利润的确认。因为如果某季度利润增长超过了分析师们的想象，他们就会在新的基础上给出更高的盈利预测。相反，如果其实际利润低于分析师们的预测，它们就会通过提前收入或缓记成本而实现更多的利润，最终达到分析师们的预期。而到了下一季度，这一问题可能更为严重。

伯纳德·埃伯斯被指控从 2005 年 1 月开始误导公众，以影响社会对世通公司真实财务状况的认识。埃伯斯的律师辩称埃伯斯是受了该公司财务总监斯科特·苏利文（Scott Sullivan）的错误指引，而苏利文辩称埃伯斯的这种说法只是为了逃避刑责。为了偿付投资者的损失，世通公司赔偿高达 5.4 亿美元，其中的 1.8 亿美元是由前世通公司的十位高管自掏腰包埋单。

泰科国际（Tyco International Ltd.）是一家市值高达 2,000 亿美元的超级公司，其前董事会主席兼 CEO 丹尼斯·柯兹罗斯基（Dennis Kozlowski）与财务总监马克·施瓦茨（Mark Swartz）由于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

侵占公款受到美国政府的起诉。他们通过以下两种方式侵占了高达数亿美元的公司款项，一种是在未经董事会其他成员许可的情况下为自己提供了巨额的股票期权，另一种是利用公款支付个人消费开支，如其曾购买了价值6,000美元的浴帘，也曾豪掷200万美元在意大利撒丁岛为董事长夫人举办生日宴会。据媒体披露，宴会现场穷奢极侈，现场甚至摆放了一座大卫小便的冰雕，流出来的竟是苏联红牌伏特加（Stolichnaya）。

泰科通过并购手段获得了数百家企业，涉及多个领域，很多企业都是通过换股获得的，只有少数企业通过发行债券或银行贷款购得。泰科在并购企业的同时，对新获得企业的利润为所欲为，当泰科刚刚获得一家企业时，通常压低该企业未来的盈利预期，这样，在整合入泰科后，能够带来超预期的利润贡献，有助于泰科总体盈利水平的增长。

泰科对成本非常敏感，尤其注重控制税负支出。泰科的运营总部位于新罕布什尔州，因为在这个州既没有收入税也没有销售税，其注册地在百慕大群岛，以规避美国的公司所得税。

泰科董事长柯兹罗斯基曾在纽约市买了一幅名画，为了逃避100万美元税款，他谎称将画运至位于新罕布什尔州的公司总部，实际上只是将一个空箱运到那里，而将画运到了其在纽约市的公寓中，最终这一行为还是败露了，纽约州要求其补缴100万美元税款。

对泰科的第一轮审判已经结束，但与安然、世通不同，泰科并没有走上破产之路，而是实现了再度复兴。

雷吉斯（Rigas）家族被联邦政府指控在Adelphia公司这一全美第六大有线电视运营商做假账，数额高达23亿美元。雷吉斯家族欺诈的手法融合了安然公司和世通公司两者的特点。雷吉斯家族在表外项目获得了30亿美元的贷款，而公司却虚记了资本开支。作为一家家族式企业，Adelphia公司账户与雷吉斯家族个人账户的界限并不十分清楚，很多公司债务由个人提供担保，而很多个人债务也通过公司提供担保。雷吉斯家族借入的巨额款项就用于支持公司股价。最终，该公司的前财务总监和副董事长都被判有罪，雷吉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

斯家族的两位成员也锒铛入狱。

南方保健（Health South）公司创始人兼 CEO 理查德·斯科鲁萨（Richard Scrushy）遭到指控，罪名为做假账，数额高达 30 亿美元。该案的调查于 2005 年 1 月开始，最终法庭与斯科鲁萨达成了认罪协议，斯科鲁萨将罪行推诿给了企业其他高管（就像安然公司和世通公司的 CEO 一样），以为自己争取宽大处理。

ImClone 生物技术公司的创始人山姆·维克塞尔（Sam Waksal）也面临六项指控，最终锒铛入狱。当时，美国食品与药品监督局（Food and Drug Administration）即将发布一项不利于 ImClone 公司的声明，将会极大影响其股价水平，就在前一天，维克塞尔对其父亲和女儿透露了该信息，使其及早卖出股票避免损失。

玛莎·斯图尔特（Martha Stewart）也卷入此事，被判五个月监禁。斯图尔特也在 ImClone 股价下跌前卖出了其持有的股份，但她坚称未从维克塞尔处获得内幕信息。难道这真的是一次有趣的巧合？联邦政府最终以“妨害公正”的罪名起诉斯图尔特，其不得不认罪伏法。

理查德·格拉索（Richard Grasso）曾任美国纽约证券交易所主席兼首席执行官。格拉索的退休奖金高达 1.5 亿美元，这一新闻也让他登上了美国各大报纸的头条。纽约证券交易所由其全体会员所有，为会员提供证券撮合交易的场所，并规范其证券交易行为。证券交易所是证券交易领域的最后仲裁者，它可以决定哪些行为是被允许的，哪些不被允许。纽约证券交易所董事会成员多是其成员公司的高管，这些成员公司同时也受纽约证券交易所的管理。格拉索的退休奖金看上去似乎太高了，无论与纽约证券交易所的盈利状况相比，还是与华尔街其他商业领袖的退休奖金相比，都高得离谱。

人们不由怀疑格拉索是否在交易监管方面对其成员公司示好，以方便其获得高额的退休奖金。格拉索的继任者和新一届纽约证券交易所董事会将其前任董事会成员告上了法庭。

环球电信（Global Crossing）公司曾提出一个雄心勃勃的盈利计划，但最终还是失败了，但就在公司破产之前，其主席格雷·温

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尼克（Gray Winnick）卖出了其持有的公司股票，套现了8亿美元。

壳牌石油公司与美英两国监管机构达成和解协议，对其过高估计石油储量的行为缴纳1.5亿美元罚款。石油储量是非常难以估计的，壳牌公司的行为可能对其股价产生重大影响。随着其缴纳罚款，壳牌公司的高管都不得不引咎辞职，却逃过了牢狱之灾。

2003年的共同基金丑闻

2003年，美国大量基金管理公司都面对向对冲基金（hedge found）提供利益输送的指控。利益输送的主要方式是对其提供交易特权，以帮助其获得超额利润，而其代价则是众多其他基金持有人的利益遭受损失。这一丑闻波及范围很广，全美最大的20家基金管理公司超过半数都被卷入进来。共同基金对对冲基金的利益输送有的是合法的，有的是非法的，但无论如何，都违背了基金管理人应对所有基金持有人一视同仁这一基本原则。在美国，每只基金都对其交易行为进行了明确的规范，什么是可以做的，什么是禁止做的，都清楚地写在该基金与美国证券交易委员会的协议中。而在所有协议中都会禁止“快进快出”的短线交易行为（in－and－out transactions），即在购入股票一两天后就将其卖出。协议中一般会作出明确规定，如果基金管理人从事超短线交易，会面临1%的额外交易成本或者被延期卖出。协议中一般还会明文禁止另一种行为，即禁止基金管理公司个人持有其所管理基金已经持有的股票，更不准开“老鼠仓”，即在基金大举买入股票前，先在个人账户建仓。根据基金的信息披露准则，基金公司只需每季度披露其旗下基金的持仓情况，而在两次披露期之间的交易行为则无须披露。

而很多对冲基金与共同基金进行择时交易（timing transaction）。择时交易的机制是这样的，如果共同基金所持有的股票将要发布利好消息，股价可能上涨，共同基金就会立即将该股票卖给共同基金，以帮助其获得超额收益，而这会极大地损害了基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金持有人的利益。这样一来，对冲基金以过期价格（stale price）买入股票，盈利的机会大大增加，就像在渔船的船舱中捕鱼一样。之所以能以过期价格进行交易，主要原因在于很多共同基金在美国以外的市场进行交易，这样一来，美国市场关闭后，它们仍然能够以某一价格卖出股票。如日本市场收市后，美国市场又开市了。此外，虽然共同基金不向普通基金持有人公布其日常买卖股票信息，但却会将这些信息透露给某些对冲基金。一些共同基金经理甚至会从事超短线交易，更有甚者，他们会开“老鼠仓”。

为何共同基金会无视其对基金持有人作出的承诺呢？

这完全是出于对商业利益的追逐。再者，很多对冲基金本身就是共同基金的持有人。

金丝雀资本（Canary Capital），是一家合伙制对冲基金，与共同基金和美国证券交易委员会达成了庭外和解协议，分别支付2,000万美元和1,000万美元的赔偿。

麻省金融服务公司，这一美国历史最为悠久的共同基金管理公司，接受了2亿美元的和解赔偿协议。安联资本也同意支付2.5亿美元的罚款，并在未来降低3.5亿美元的基金管理费。斯壮基金的创始人和主要股东不得已交出了基金管理权，出让了其在该基金的股权，并支付了数以千万美元计的罚款。摩根士丹利也曾因误导客户卷入了基金丑闻。

越来越多的欺诈问题浮出水面也极大地激发了理论经济学家们的研究兴趣。其中一些欺诈通常是级别较低的诈骗，如庞氏融资。庞氏融资被明斯基定义为一种所付利息超过了业务运作现金流的金融业务。其他理论家指出，一个借款人如果在债务市场上具有一定的价格控制能力，那么他就会从事庞氏融资游戏，也就是发新债还旧债。

多数从事庞氏融资骗局的企业家们都很清楚自己在干什么，他们只能在监管机构将自己绳之以法前过上几个月好日子。很少出现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这样的情况，一个人在完全不明所以的情况下设了庞氏融资骗局。

亨利·布洛杰特（Henry Blodgett）、玛丽·米克尔（Marry Meeker）和杰克·格鲁曼（Jack Grubman）

在20世纪末的某一年，亨利·布洛杰特赚了1,000万美元，玛丽·米克尔赚了1,500万美元，杰克·格鲁曼赚了2,000万美元。他们的故事是20世纪末美国互联网和电信领域泡沫事件的写照。他们获得天价年薪是由于为所在公司作出了重要的贡献。但如果将他们所得到的薪水与他们所创造的利润对比，就不难理解了。

亨利·布洛杰特供职于美林证券，他的成名在于其能够为很多互联网公司提出目标价格，这些目标价格经常会成为现实。在牛市中，这种预测股价的能力很快使其声名鹊起，其影响力也越来越大。亨利在美林内部的邮件中，表现出对其公开推荐股票的不屑一顾，这让他声名狼藉，最终，不得不离开证券业。

杰克·格鲁曼是花旗集团旗下的所罗门美邦证券的研究员，在其主管森蒂·维尔（Sandy Weill）的压力下，格鲁曼调升了对AT&T股票的推荐级别。作为交换条件，维尔安排格鲁曼的双胞胎女儿进了一所贵族幼儿园。格鲁曼带着2,000万美元的退职金离开了所罗门美邦证券。最终，格鲁曼支付了2,000万美元的罚金并被逐出了证券业。

帕马拉特（Parmalat）是一家总部位于意大利帕尔玛的牛奶食品生产企业，其商标的前半部分就是其所处的城市名称，后半部分是意大利语牛奶（latte）。就是这家企业，复印其所持有的大额可转让定期存单（Certificate Deposit，CDs）而虚报资产水平。这一低级欺诈伎俩愚弄了公众及投资银行长达十年之久。

非法经纪公司（Boiler Shop）也是一种证券欺诈手段，第一泽西证券（First Jersey Security）的罗伯特·布利南（Robert Brenan）就用这种伎俩骗了很多人。非法经纪公司的掮客们会突然给其客户

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

打电话推荐某只股票，例如推荐 Shazam Rockets 公司股票。Shazam Rockets 公司的股价很低，可能只有 2～5 美元左右，但其股权集中在少数内部人手中，这些内部人同时也是这家非法经纪公司的控制人。这些内部人通过对敲盘使股票价格不断上涨，每股股价涨幅可能高达 2～3 美元。这时，他们就会给投资者打电话，宣称在过去六周内 Shazam Rockets 的股票已经有了 50% 的涨幅。他们知道普通投资者“买涨不买跌”的心理定式，也清楚很多不明就里的投资者倾向于投资低价股。于是，该伎俩屡试不爽。

应将欺诈同普通的抢劫区别开来。丹尼尔·德福（Daniel Defoe）认为，同公路劫匪相比，股票交易人员的欺诈行为要恶劣一万倍，因为他抢劫的是他熟悉的人（通常是他的朋友或亲戚），而且逃跑起来不会“有伤风化”。

应将欺诈与腐败区分开来，政府官员的腐败或企业雇员的侵占与欺诈有着明显的区别。这种违法、违背道德的行为是对特定群体间显性或隐性信任关系的违背。仅仅因为失去安然公司 2,500 万美元的财务咨询费，安达信会倒台吗？埃波斯行贿格鲁曼，难道仅仅是为了第一时间获知其所研究的几十家公司的发行价预测？在经济高涨时期，股票上市首日交易价格比发行价高两倍的情形屡见不鲜。博尼（Bernie）行贿格鲁曼难道仅仅是为了调升对世通公司的评级，以使其更容易被美林、摩根士丹利等机构接受？“公平、公正”是股票市场或期货市场的基石，所有投资者必须获得一视同仁的待遇，而不能为了满足一部分投资者的利益损害其他投资者的利益。

纳斯达克市场采用严格的自律措施，保证市场公平交易。近年来，已经有数以千计的会员由于违背公平交易法则而被驱逐。

雅各布·范·克莱文伦（Jacob van Klavaren）的一系列文章讨论了历史上的贪污事件。他关注的重心包括贪污在市场交易、黑市交易，或者仅仅是在不诚实方面的表现。而克利夫（Clive）或哈斯汀斯（Hastings）两位学者却对印度式抢劫十分感兴趣。另一方面，他还讨论了皇家非洲公司和东印度公司的系统性欺诈现象，这两家公司的内部人通过与他们自己控制的公司签署合同，侵占股东

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利润。1873 年，美国的信用流动公司（Credit Mobillier）也以同样的方式将本属于太平洋联盟股东的利润，挪用到马萨诸塞州国会议员奥克斯·阿姆斯（Oakes Ames）经营的内部集团里，以及他的一些国会关系企业和商业关系企业中。德雷（Drew）、费斯克（Fisk）和古尔德也以同样的方式侵吞了艾里（Erie）铁路。

金融市场的欺诈现象包罗万象，诸如董事长对股东的欺诈，高层管理人员对董事长的欺诈，包括经纪人、投资银行家和承销商对投资者的欺诈，雇员对企业的欺诈，以及汇票署名虚假，开票人出具的票据上收款人姓名虚假的情况。

随着时间的推移，道德行为与不道德行为间的界限日益清晰了。现代（modernity）与落后（backwardness）在许多方面都可以区分开来，一个重要的因素就是道德规范。在经济发展的早期阶段，诚实与相互信任准则仅适用于家庭内部。在这种情况下，裙带关系十分有效，因为陌生人实际上被打上了小偷的印记。1720 年，企业一般可以买到个人的服务，但买不到他对企业的忠诚；当盗用与欺骗不被视做犯罪时，成为一家企业的工作人员就相当于收到从事一项新的竞争性业务的邀请。当时，经营与盗窃、商业与掠夺之间并不存在明确的分界线。哈蒙德（Hammond）注意到，直到 1799 年，政府官员借入银行资金才被定义为非法，但早在 1720 年，众议院在对南海泡沫进行调查后认为，南海公司董事将公司的资金借出，用于投资该公司股票，这种违反规定的罪行将给投资者带来损失。

一位金融记者为其杜撰的庞兹自传题写了前言，他将 1920 年和 20 世纪 70 年代进行了类比，认为欺诈是通货膨胀的产物。因为通货膨胀时，生活成本上升，家庭预算紧缩，许多居民为了增加收入铤而走险。另外一个多少有些不同的观点认为，在不存在“可以避免的疏忽”的情况下，不稳定的投机实际上相当于赌博，给沉溺于赌博的赌徒们提供了工具，使得他们在明知道可能失败的情况下仍坚持进行赌博。

同时，人们对是否应将欺诈纳入“可以避免的疏忽”还不太清楚。愤世嫉俗者也许会赞同费尔兹（W. C. Fields）的说法，“你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不能欺骗一个诚实的人"，他们认为欺诈行为的受害者主要应该责怪自己。正如蒙德斯·弗尔特（Mundus Vult）所说："如果这个世界愿意被别人欺骗，那么，就由他去吧。"据说，从精神病学的角度来看，欺诈者与受害者之间是一种被捆绑在一起的共生关系，是一种又爱又恨、相互满足并相互依赖的关系。

欺诈与狂热

我们认为欺诈是由需求决定的，它遵循的是凯恩斯需求决定供给的法则，而非萨伊供给自行创造需求的理论。在经济繁荣时期，财富不断被创造，人们的贪欲也随之膨胀，欺诈者也应运而生了。这种状况有时也被描述为很多绵羊等着人们来剪毛。欺诈者一旦出现，他们就献出自己作为牺牲品："每分钟都有一个吸血鬼诞生。"在《小杜丽》（*Little Dorrit*）一书中，官僚机构的费迪南德·巴内克（Ferdinand Barnacle）告诉阿瑟·克莱泛姆（Arthur Clennam），"下一个极具欺诈能力并愿意进行欺诈的人仍会获得成功"，而后者本来希望梅德尔欺诈行为的败露能够警告容易上当的人们。

贪婪不仅造就了专门从事欺骗的吸血鬼，而且促成了很多从事伪造、偷窃、盗用公款以及其他类似的滥用职权进行欺诈的业余选手。在欧文伦德·吉尼公司转让事件中，这家"处于困境中的企业"的原合伙人退休，该企业面向公众募集资金。企业内部一位举足轻重的人物以每年5,000英镑的代价聘用外部人做顾问，每年预付聘金，后来这笔资金又返还给内部人，最后，该企业终于被搞垮了。这位人物就是D. W. 查普曼（D. W. Chapman），作为内部人，他养了10匹马，在海德公园王子门处大肆挥霍享乐。而他雇用的外部顾问爱德华兹·沃特金斯（Edwards Watkins）原来是一名会计师，曾建议他从事所有新品种面包与黄油的折扣批发业务——投机于谷物、钢铁生产、造船、船运，并从事铁路融资。该企业最后成为"所有资金被锁住的业务和投机业务的合伙人"，而爱德华兹则对所有业务收取手续费。到1860年底，该企业每年的折扣批发收入达20万英镑，但该企业的年净亏损额却高达50万英

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

镑。由于一家不相关的铁路合同企业，即华生欧文伦德公司的倒闭，该企业的泡沫也随之破裂。

在虚构的小说世界里——即巴尔扎克的小说《改邪归正的梅莫特》（*Melmoth réconcilié*）——有一位可以与查普曼媲美的人物，银行出纳卡斯塔尼埃，其情妇阿圭娜·德·拉·盖德女士十分喜爱昂贵的银器、亚麻制品、水晶和地毯。但无法满足情妇的嗜好证明了他的无能。有一段时间，他靠发行本票渡过了难关。当最后他不得不清算债务，面临资不抵债时，他原本只要离开德·拉·盖德就能得救，但他仍对这个女人难以割舍。最后，由于债务不断增加，利息负担沉重，他已无法继续玩财务把戏，因此，不得不申请破产。即使走到这一步，他仍然选择假破产，将黑手伸向银行的钱柜。

在经济繁荣时期，贪欲的膨胀远远超过财富的增长，因此，欺诈会增多，就如财富增长引起了贪欲膨胀一样。柯兹罗斯基肯定是美国最富有的人之一，但他用6,000美元公款购买镀金浴帘及其他家具的行为还是犯了职务侵占的错误，因为他花的是泰科国际的钱，而不是他自己的钱。而在经济萧条时期，由于信贷体系步履维艰、价格停止上涨并开始下降，金融体系处于危机之中，欺诈会进一步增加，甚至会导致更大的经济灾难。庞兹反对其同事让其携款逃跑的建议，但之后，这些人反过来又欺骗了他。伦敦一位银行家亨利·方特勒罗伊（Henry Fauntleroy）通过伪造房地产文件，骗得抵押贷款。其他欺诈者也未能逃脱这一命运。他们都成了奥古斯图·梅尔莫特（Augustus Melmotte）式的人物，梅尔莫特是特洛普（Trollope）在《我们如今的生活方式》（*The Way We Live Now*）一书中虚构的欺诈者，他在持有的墨西哥铁路股票价格下跌，无法出售该股票筹集现金时伪造了转让证书与契约。南海公司的约翰·布朗特、通用联盟的邦托克斯、达姆斯塔德国民银行的雅各布·沃瑟尔曼以及信用银行的董事们在股票价格下跌时，都曾试图通过回购股票来支持股价，以便以后发行更多的股票。应该注意的是，一家银行购买自己的股票会迅速削弱其现金存款比率和资本存款比率，尽管在短期内存款总量保持不变，但这样做会导致公开市场上的现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金和资本规模紧缩。甚至有一次英格兰银行也以自己的股票作为抵押发放贷款，那是在 1720 年。但克莱泛姆认为，英格兰银行并没有卷入对南海公司疯狂而“绝对不诚实”的融资活动中。

一旦欺诈或偷盗行为被曝光，市场上往往会出现混乱，并引起突发性崩溃与恐慌。1772 年，亚历山大·福德斯（Alexander Fordyce）从伦敦潜逃至欧洲大陆，他的合作伙伴不得不履行——如果能够履行的话，实际上，他们根本没有能力履行——55 万英镑的债务，其中大部分是艾尔银行出具的可疑承兑汇票。福德斯个人曾卖空东印度公司的股票，该股票一度短暂上升，不过已足以使他了结债务。1857 年 8 月 24 日，俄亥俄人寿保险信托公司一名出纳员的罪行败露，人们发现他几乎挪用了这一高信誉企业的所有资产来维持其在股票市场上的运作，这一事件在利物浦、伦敦、巴黎、汉堡和斯德哥尔摩等市场引起了强烈反响。可称其为 19 世纪中叶的尼克·里森。

1929 年 9 月，哈特里帝国在伦敦解体。该企业帝国原来拥有在相纸、相机、自动售货机及小额贷款等领域的一系列信托公司和经营企业。克莱伦斯·哈特里（Clarence Hatry）试图下赌注，将所有这些业务合并成为更大规模的钢铁经营集团。结果他在借入 800 万英镑贷款购买联合钢铁公司时，使用虚假抵押物的事情败露，这一企图的失败导致了英国货币市场银根紧缩，银行纷纷抽回在纽约市场上的同业贷款，也结束了股票市场高涨的局面。

泡沫与欺诈

泡沫也许就是欺诈，也许不是。密西西比泡沫不是欺诈；而南海泡沫却是。但不管是泡沫还是欺诈，一般都起源于一个明显合理或至少是合法的借口。在密西西比泡沫中，这一借口是西部公司（Compagnie d’ Occident），当时的法律体系要求对其增收全国性的农业税和银行税。约翰·劳曾拥有普莱斯文多姆（PlaceVendome）地区近三分之一的不动产，再加上其在巴黎拥有的其他不动产，以及一系列坐落在乡村的不动产，财富相当可观。但其数量还没有大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到让人们认为其欺诈只是一个错误的地步，在此，有两大错误看法：（1）股票和债券就是金钱；（2）当需求增大时，发行更多的货币不具备通货膨胀的性质。

在南海泡沫事件中，对南大西洋贸易的垄断纯粹是偶然的。很快，英国政府开始紧缩债务，这极大地影响了南太平洋企业的贸易，后来的股票操作也影响了政府债务。约翰·布朗特（John Blunt）及其内部人精心设计为自己谋利。他们试图以贷款作抵押，对自己发行股票，同时这笔贷款本身又是以股票为担保的，这相当于随意发行股票。随着他们意识到可以从股价上涨中获得资本收益，他们也将这些资本收益转换成不动产。布朗特同时签署了六份合同，同意在该股票崩溃时购买这些不动产，而一个叫瑟曼的人签署了四份总价值 10 万英镑的合同。为了支付利润，南海公司既需筹集更多的资本，又需使其股票价格保持持续上升。两者都需加速进行，正如连环信或庞氏骗局一样。

庞兹本人许诺以 40% 的利率为条件使用 45 天存款，并以此建立了自己的套汇计划。在该计划中，人们在 1920 年可以较低的汇率在国外购买外国货币——持有外币以后就可以获得国际邮政联盟的赠票（post coupons），之后，人们可以持这些赠票到美国以较高的固定汇率将其兑换为美国邮票。在这里，可以完全根据银行窗口的汇率进行计算。庞兹以此计划骗取了 790 万美元，当他于 1922 年 8 月在波士顿的一家大楼里被逮捕时，他身上仅有相当于 61 美元的邮票和赠票。

历史赋予庞兹先驱者们的名声并不是永垂不朽。例如，前慕尼黑女演员斯比泽德尔（Spitzeder）每年按照 20% 的利率向巴伐利亚的农民支付利息，共榨取了 300 万荷兰盾。为此，她和她的助手们于 1872 年底被判长期监禁；普莱哈特（Placht）是一位被开除的官员，他以 40% 的利率从寡妇和孤儿们那里借入 1,600 便士，结果在股票市场上一败涂地，最后在监狱里度过了六年的时光。

随着经济的日益繁荣，人们内心的贪婪也与日递增，欺诈的借口越来越站不住脚。1720 年和 1847 年（在大事记中它们往往被认为是两次事件），这一类欺诈事件出现了成千上万次，但它们已被

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当时和以后的历史学家们的谣言所渲染。例如，1720 年，有人提议从事一项集资活动，其最大的优点是只有在到期时被揭露收益水平。在该计划中，犯罪者每股收取 2 畿尼，共筹集了 2,000 英镑，并一直将这一秘密保持到有一次他没有参加与投资者的会议时为止。另一项欺诈行为是针对“Nitvender”的，也就是出售根本就不存在的东西。但是在 20 世纪 90 年代股市上涨时，很多公司并没有明确的商业规划，但也能从公众那里筹集到巨额资金。

如下所述的具有一定当前利益的项目，实际上正是妇女解放运动不成熟的表现：

几位女士和其他人提议，在英格兰制造、印制和染色印花布，并精炼亚麻布，使之工艺达到荷兰利用英国亚麻植物所提炼的亚麻布一样的精细水平……她们像男人一样固执，该项目不接受任何男人，仅凭自己出资设立股份合作制企业，并进行上述贸易。

紧接着，历史学家和小说家都会发现，股份公司的发起与现实没有多少联系。“许多公司建立后并没有实际业务，铁路公司并没有修建铁路，也不从事交通运输。”“建筑公司像蘑菇一样遍地开花。其中许多企业并不从事建筑业，而是进行不动产投机。”“石灰屋和罗思尔瑞特（Rotherihite）桥……根本没有必要修建这座桥；这可能不是我们要讨论的问题……但是如果众议院的委员会决定修建，他们会认真计算未来的利润水平并将其出售。”

企业财务困境会导致做假，这样一来，损失可能会转嫁到其他人头上。举例而言，如果市场判断失误，利用客户资金进行买空卖空交易的投机商可能为逃债而潜逃。南海事件中，当新进入的认购资金难以向贪婪的内部人支付利润时，布朗特无所顾忌地借入南海公司的现金，并装入自己的腰包。雷吉斯家族和其创办的 Adelphia 公司也曾出现过类似情形。1861 年，布莱施罗德（Bleichröder）称赞贝瑟尔·亨利·施特劳斯伯格（Bethel Henry Strousberg）“十分聪明；但他以新的冒险来补旧漏洞的做法十分危险，如果他的资金链突然断裂，他的整个体系将会崩溃，在他的废墟之下，将埋葬上百万轻信他的股东。”在这一点上，布莱施罗德是正确的，事情的确如此。德国另一位金融家，汉堡银行家古斯塔夫·高德弗罗伊

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（Gustav Godderfroy）在1873年由于投资于铁路和矿山股票，遭受了惨重的损失，他不得不将其海外贸易公司的资金转移过来，以支持他在股票市场上的头寸。

这些不可救药的乐观主义者们开始时都认为自己即将获胜，但结果却往往是一次又一次的失败，他们不断尝试，经常将赌注加倍，加大经营风险，同时其经营业务也较为可疑，甚至明目张胆地从事非法经营。在20世纪20年代，美国商业银行仍可以从事证券承销业务（直到1932年《格拉斯—斯蒂格尔法案》生效），摩根大通银行的阿尔伯特·威金斯（Albert Wiggins）和国民城市银行的查理斯·米切尔（Charles Mitchell）通过电报获知智利政府和秘鲁政府停止支付债券利息后，仍然以原价出售以上两国的债券。如果斯普拉格（Sprague）的描述正确的话，荷诺斯（Horace）对此的理解是很正确的："赚钱；在尽可能的情况下诚实地赚钱；但在任何情况下都必须赚钱。"约翰森·斯威夫特（Jonathan Swift）对南海泡沫的描述也是同样的玩世不恭：

赚钱，钱就在那儿；

如果可能的话，才考虑道德问题。

关于这一问题，最后引述一下巴尔扎克的话："最正直的商人以最坦率的方式向你描述最放纵的不道德行为：'人们将尽可能地从一件坏事中摆脱出来'。"

贵族赌徒

大量文献对贵族赌徒和内部人进行了谴责，它们认为这些人将金融债视做荣誉的债务，但在承诺其义务方面却远比其实际履行义务出色。奥地利的贵族远比容克（地主后代）坏，后者至少公开蔑视金钱。爱德华·拉斯克尔（Eduard Lasker）认为"当外行进入这一领域时，他们甚至比专业欺诈者还坏"。佐拉所著的《白银》一书中的戴格利蒙特（Daigremont）将萨卡德（Saccard）送至马奎斯·德·博汉（Marquisde Bohain），帮助其建立通用银行时说道："如果他胜利了，他将钱装入自己的腰包；如果他失败了，他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不会乖乖付钱。他们是金钱的奴隶。"而在小说和现实生活中，贵族们都希望在董事会占有一席之地。沃思（Wirth）列举了"根本不具备相应的能力"，但却跻身于铁路、银行和其他工业企业董事会的奥地利王子、地主伯爵、男爵以及其他贵族。为了控制通用银行，萨卡德任命了一位罗思爵士和一位拉夫尼尔爵士，前者完全服从于后者的领导，后者高大、金发、有修养，总是批准所有的申请，只关注自己在董事会的位置。《白银》的原型来自尤根·邦托克斯和通用联盟，通用联盟的股票认购者包括皇族、贵族和乡绅。英国1848年10月的《经济学家》杂志将贵族和贵族统治排在一系列耻辱之首：

> 目前的屈服和沮丧只是愚蠢、贪婪、令人难以忍受的傲慢自大和轻率的必然报应，也是孤注一掷盲目赌博的必然报应，它丧失了贵族的体面，并会影响到参议员、参议院和各种交易商。

罗森伯格（Rosenberg）宣称，当奥地利和法国的贵族政府引导着贵族阶层追逐不动产时，柏林的官僚们成功地反对了这一运动在普鲁士的开展，他们注意到梅维森（Mevissen）试图将一些伯爵纳入一家有5,000万第拉尔资本的银行的董事会，但这一企图夭折了。他承认，容克投机于精神和土地产品，但避开了城市的股票认购。也许1857年的情况就是这样的，但有证据表明情况可能正好相反。铁路融资，包括在德国内部的融资和斯特拉斯伯格在罗马尼亚的市场操纵行为，都随着丑闻的曝光而淡化，贵族统治达到了顶峰，实际上它已经渗透进普鲁士内部了。

腐败的媒体（venal journalism）

一般情况下，媒体都会对投机大肆渲染。大部分媒体宣传是帮助投机开拓市场，也有一部分对投机持批评态度，有的则是两者兼具。当1719年南海泡沫中南海公司的股票价格仅为120英镑时，丹尼尔·德福（Daniel Defoe）严厉地指责股票经纪商，而当1720年8月该股票价格达到每股1,000英镑的顶峰时，他却开始为其辩护。他对那些皇家非洲公司的吹鼓手表明了他"公正的蔑视"，同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时声称已经出售了所持有的股票；但一位现代评论家得出的结论却是他要么继续持有该股票，要么受雇于该公司，专门攻击那些与其垄断势力竞争的交易人。一个世纪以后，富有责任感的媒体已在英国成长起来，但法国的新闻业仍处在初级阶段。1837 年，一位法国记者写道："给我 30,000 法郎做广告，我可以负责为那些我能想象出来的最糟糕的企业募集股份。"拉斐特（Laffitte）出资办了报纸。有 500 位新闻记者为里昂银行的查理斯·萨维利（Charles Savary）唱赞歌，其采用的方式往往是发布新闻，其中很大一部分是有偿的，这些赞歌似乎就是记者杜撰的故事。媒体往往借助煽动投机热潮来取悦银行、证券交易所和公众。当时，布莱施罗德十分谨慎，小心避免引起市场猜测的言论和直接发布不恰当的表态，但他拥有几大综合报纸和金融报纸，并雇用了大批新闻记者。1890～1891 年，他曾出资资助保罗·林道（Paul Lindau）前往墨西哥，后者写了 34 篇有关墨西哥的文章和 1 本书，但没有提到他与布莱施罗德之间的关系，当时的布莱施罗德正在柏林市场上出售墨西哥债券。总而言之，19 世纪的欧洲大陆上，核心媒体的发展十分缓慢。

另一方面，在 19 世纪 90 年代，美国的查理斯·泰森·伊尔克斯（Charles Tyson Yerkes）作为芝加哥有轨电车业的巨头，一直被媒体追踪，甚至开始对媒体心存畏惧。西尔多·德雷西尔（Theodore Dreiser）杜撰了他的自传，如果这个自传可信的话，伊尔克斯一直在合法与不合法的边缘经营，有时甚至跨越了这一界限。被媒体长期追踪报道使得他认为有必要树立一个正面的公众形象，为此，他向刚刚成立的芝加哥大学捐献了一座天文台。这个很具公众性的礼物帮助改善了他原来较差的形象，并使其得以在欧洲出售他的有轨电车债券。但媒体最终还是将他驱逐出了芝加哥。

在向大量投资者兜售某一股票前先向朋友们透露这一信息，这是一种古老的欺诈伎俩。但时至今日，它和利用内幕信息买卖股票的手段一样，被越来越广泛的使用。如今，人们已开始用计算机程序分析可能影响股价的消息公布前股价的可疑变动。这一新技术的运用导致了《华尔街日报》投资专栏作家福斯特·维南斯（Foster Winans）被逮捕，原因是他提前向一位朋友透露消息，并从中渔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利；新的反欺诈技术也导致了前国防部副部长泰勒（Thayer）的被捕，他对一位朋友透露了有关他即将担任董事长的一家公司的内幕消息（他的这位朋友根据这一消息进行投机获利[1]）。同样落马的还有美林证券伦敦分部的一位年轻的证券经纪人，他被控在《商业周刊》面市前，从报刊印刷商那里购买信息。一旦跟踪内幕信息交易的行为被发觉了，一些提前掌握信息的无赖将给其他地方，如苏黎世的经纪商打电话，而不会通知其在当地的经纪商，这样一来，查缴内幕信息交易就更加困难了。由于市场容量有限，苏黎世的这家经纪商就会推迟执行其在伦敦或纽约的大笔交易，直到那里的经纪商有所警惕，也推迟执行交易，以查看一笔大额而可疑的订单是否是由于消息泄露而产生。

最近一段时间以来，互联网发布的信息成为影响股票价格的重要因素。时年 17 岁的拉贝克（Lebeck）先购入大量股票，再通过互联网聊天室发布假消息，使该股票股价上涨，再趁机卖出牟利。美国证券交易委员会对其行为施以 50 万美元的罚款。

MSNBC 是一家商业咨询频道，很多上镜的评论员甚至在节目中公开推荐自己已经持有的股票。

安然公司有很多外部人士构成的专门委员会，媒体人士是重要的组成部分。他们的任务就是每年召开一两次会议，帮安然出谋划策应对媒体。当时安然每年提供给媒体人士的咨询费高达 5 万美元，这与其所承担的责任相比，这简直就是赤裸裸的贿赂。

可疑做法

金融犯罪的形式多种多样。除了直接的偷窃、颠倒黑白和撒谎外，还有许多做法触及法律底线：包括将资金从规定用途挪用，以资本以外的资金或借款支付红利，利用内幕信息交易公司股票，在新信息充分披露前出售证券，将公司资金进行关联交易，接受订单

---

[1] 作家维南斯（Winans）撰写了著作《信息交易：华尔街的诱惑和罪恶》，并于 1986 年在圣马丁出版社出版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但不执行，篡改公司账簿等。

人们还可以继续列举大量犯罪行为。在 1846 年的铁路投机狂潮中，某一位著名人物采用了上述大多数的做法。乔治·胡德森（George Hudson）曾经是四大铁路公司的董事会主席，他误认为自己可以凌驾于法律之上，而那些实力较弱的竞争者们则必须受到法律的约束。他的账务情况一团糟，而且他自己很可能并不清楚已经挪用了属于约克铁路和中北高地铁路的股份或资金。作为自然人，他与许多不同的企业签订了合同，自己也是这些企业的管理者，从而直接触犯了《公司合并法案》。他将东部国家铁路的红利率从 2% 提高到 6%，当时正值账务结算前，然后，他修改账目以证明调高红利是合理的。他还用资本金支付约克铁路和中北高地铁路的红利。在约克郡、纽卡斯尔和伯维克等地，他也采取了类似的做法。面对人们的指控，他为自己的经营方针辩解，声称他曾经拿出个人资金用于修建铁路，扩大铁路网。风险是他自己的，他也有权享受最终应得的利益和其他担保方应得的利益。开始时，胡德森使用自己的交易权威有利于公司利益，但这在法律上多少令人质疑。这也终结了英国铁路网络建设的一个时代，胡德森是那个时代铁路世界中最伟大的人物，自那以后，再也没有人掌握如此大的权力了。

19 世纪 50 年代，美国出现了一个名为罗伯特·舒勒尔（Robert Schulyer）的人物，他远没有那么风趣和强大，曾任纽约和新黑文、纽约和哈勒姆以及伊利诺伊中央铁路（一段时间中）的董事会主席，一位作家称其为“彬彬有礼的骗子”。1854 年，舒勒尔带着多达 200 万美元的现金潜逃至欧洲，而这笔钱正是他欺诈发行纽约和新黑文的股票后私自留下的。范·弗莱克（Van Vleck）认为美国 1857 年的危机正是由于舒勒尔携款逃跑的消息公布后，英国金融界纷纷撤回资本而导致的。但事实却恰恰相反。舒勒尔于 1853 年辞去了伊利诺伊中央铁路董事会主席的职务，但其对纽约和新黑文公司的欺诈引发了无知的投资者大量出售伊利诺伊中央铁路的股票和债券，导致该股票价格急剧下跌。到 1855 年 8 月，债券价格也于原来接近面值的水平下跌至面值的 62%。而这正是英

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国投资者正在寻找的机会，他们迅速大量买进。到 1856 年 2 月，债券价格回升至面值的 90% 时，来自欧洲的投资者持有该企业股票总数超过 40,000 股，1,200 万美元债券总额的 85%。因此，可以将舒勒尔与 1854 年 9 月的经济恐慌联系在一起，但不能把他和 1857 年的危机联系在一起。

20 世纪 20 年代在美国被称做“不当融资最疯狂的时代”，但 90 年代的情况显然比这还糟。我们可以列出一长串 20 世纪 20 年代臭名昭著的欺诈者，如哈罗德·罗塞尔·辛德（Harold Russell Snyder），对他来说，偷盗似乎是把他从股票市场崩溃的困境中解救出来的唯一途径，其欺诈手段与雷吉斯家族如出一辙，但其破坏力要小得多；再如阿瑟·蒙特葛梅利（Arthur Montgomery），他以最真诚的方式向庞兹献媚，游说他组建一个外汇投机计划，可以在 60 天内挣得 400% 的利润，当然，几乎所有的盈利最终都会落入他自己腰包；还有一直追求知名度的查理斯·鲍勃（Charles Bob），他向比尔德南极考察队捐献了价值 10 万美元的物品，从而声名鹊起，并获得了被称为海军上将“狄克”的权利，这也有助于他推销自己的航空股票，该股票在 1927 年林德伯格成功飞到巴黎后曾经历了一轮短暂繁荣。

紧随而来的 30 年代也造就了大量具有纪念意义的欺诈范例，或是被称做欺诈的范例，这些范例中较典型的也许是美国银行（Bank of the United States）的破产、克鲁格尔（Kreuger）和托尔（Toll）的破产，以及萨缪尔·英苏尔（Samull Insull）的中西公用事业设备控股公司的破产。在对 1929～1933 年纽约股票市场的描述中，巴利·维格莫尔（Barrie Wigmore）认为，当英苏尔逃离美国躲避审判时——因为后来被宣判无罪的罪行——他的声誉受到了难以弥补的损害。维格莫尔（Wigmore）宣称英苏尔是一个精明的公用事业设备公司经理，他一直从事企业并购活动，以数倍于净财富的价格收购了那些经营不善的企业。这样，其控股公司债务如山，利息负担沉重，当大萧条来临时，公用事业设备遇到严重的问题，持有其股权已基本无利可图。此外，维格莫尔还谨慎地评价了纽约银行及其附属证券机构的市场行为。大通银行的阿尔伯特·维

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金斯（Albert Wiggins）享有“华尔街上最受欢迎的人”的声誉，但参议院的一项调查发现，他以自己的银行、分支机构和客户为代价偷窃，这使得他的好名声一落千丈。国民城市银行的查理斯·米切尔（Charles E. Mitchell）及其附属公司国民城市公司也从事大量证券交易业务，其业务经营以内幕信息为基础，可疑的是，他们总是能够及时了解到相关公司的利润正在急剧下滑，或外国政府已经停止支付其债券利息这样的信息。

20 世纪 20 年代与 90 年代

20 世纪 80 和 90 年代，美国经济空前繁荣，也出现了大量欺诈，较 20 年代的情况有过之而无不及。一种可能的解释是人们的道德底线降低。另一种解释是出现了大量的风险对冲工具，股票期权等金融工具的获利相当诱人，金融已经成为一场全民游戏。第三种解释是注册会计师数量的增长，这可以追溯到 30 年代美国证券交易委员会的相关规定。会计师最初的目的是帮助社会公众审核公司账目，以防止公司管理人员高估存货或资产进行欺诈。会计师事务所受股东委托，对公司财务报表进行审核。会计师们应该站在公众利益一边，但事实上，为他们支付审计费用的却是公司管理层。很多企业开始拉拢会计师，会计师必须在满足公司需求和放弃该客户两者之间进行选择。

银行的诱惑

几个世纪以来，关于各种非法活动与金融机构之间并没有严格的统计数据。但媒体已经没有那么容易被收买，它们更加负责，随时准备揭露非法行为。但要确信这一点很难。正如已经指出的，现实中往往缺乏坚实的统计资料来支持自己的判断。在马丁·迈耶（Martin Mayer）所著的《银行家》（*The Banker*）一书中，对贪污、欺诈等行为的防范并非像詹姆斯·吉布森 1859 年所做的那样，这一点令人难过：“进行欺诈的银行不可能告诉公众，他昨天有不诚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信的记录。”吉布森还重点补充道：“读者们会认为在整个体系中存在着一个独特特征，那就是对欺诈的担心。”

吉布森 1859 年所说的话在今天仍然是真理。银行和银行家被认为是诚信的化身，他们也许是。但在 90 年代，银行向长期资本管理公司无休止地发放贷款，相信所谓的“对冲基金”等金融创新工具（对冲基金一词来自于美国赌场语言，从字面意思来理解，基金管理人在借入资金进行投资时，已经构造了相应的资产组合，能够在不增加风险的情况下获得更高的投资回报）。在其破产前，长期资本管理公司的确实现了惊人的利润。银行家们肯将钱借给长期资产管理公司就是为了模仿其交易方式，分享其交易利润。到了 1998 年春季和秋季，长期资产管理公司面临着严重的财务危机。

信托公司对金融衍生产品和匿名贷款可怕的处理方式，以及纽约银行为俄罗斯洗钱的行为表明，我们今天的标准并不比 20 世纪 20 年代高多少。

20 世纪 90 年代后半期的经济繁荣几乎使所有人都成为富翁。几家规模较大的投资银行通过承销股票和债券获得了可观的佣金收入，尤其是那些为信息技术公司和生物科技公司服务的投资银行。受 20 年代大危机的影响，30 年代初，美国国会通过了《格拉斯—斯蒂格尔法案》，将传统商业银行业务与投资银行业务严格隔离。这一法案退出历史舞台后，投资银行业务与其他资产业务间的“鸿沟”依然存在。很多金融机构表面上承诺将上述两种业务严格隔离，承诺其证券分析师不会受到投资银行业务的影响，但事实上却很难保持这种中立。

从美林证券的例子中可见一斑。在 20 世纪 80 年代，该公司涉嫌将客户存款挪至储贷机构。亨利·布罗杰特（Henry Blodgett）发布了误导性的观点。美林也帮助安然公司从尼日利亚的发电厂交易中获利丰厚。

花旗集团也有类似的欺诈行为。前面已经提到过的杰克·格鲁曼推荐电信企业的例子。当时花旗集团花费了 1.5 亿美元的成本。花旗集团东京分行的交易员不顾日本政府的告诫，不断购买不适宜的证券品种，最终，花旗银行不得不关闭其东京分行的整个私人银

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行部门。花旗银行的很多高管由于对形势的估计过于乐观而被迫辞职。花旗银行伦敦分行的交易员大举做空德国政府债券，致使其价格降到谷底，当市场信心接近崩溃时，他们却开始以更低的价格买人。很多花旗银行旗下的共同基金管理人只顾为银行增加收入，而忽视了基金净值的增长。

恶有恶报——在 20 世纪 20 年代和 90 年代

欺诈者被发现后会有什么后果？据报道，查尔斯·布朗特（Charles Blunt）是约翰·布朗特（John Blunt）的弟弟，同时也是南海公司的内部人士。据当时媒体披露，1720 年 9 月，查尔斯由于不得不面对“一些对他不满的意见”而自杀；查尔斯·包查德（Charles Bouchard）曾经是日内瓦一家小银行——列克拉克银行的经理，由于在未经授权的房地产投资中遭到巨额亏损，于 1977 年 5 月自杀于雷蒙湖畔。精神病学家认为，这种情况下的自杀主要由于自杀者认识到以往行为的非理性，导致其难以忍受自我尊严的丧失。现在人们理解了 1929 年 10 月，华尔街上的股票经纪人在面临破产时纷纷跳窗自杀的现象。自杀人数的增多也是奥地利 1873 年经济崩溃中的一种表现。但不管怎样，确实有这样的反应：“于是，在 42 岁英年死于自己之手的约翰·萨第尔（John Sadleir）已在汉普顿·海思公司担任要职，他的确堪称英国甚至全世界曾出现过的最伟大、最成功的欺诈者之一”（在这种情况下，伟大和成功似乎是他们所同时具有的奇怪特征）。另外，我们还可以列举 1888 年的邓弗特—罗切劳（Denfert – Rocherau），伊维尔·克鲁格（Ivar Kreuger）等，他们最终都选择了自己了断。除此之外，安然公司一位高管在东窗事发后也选择了自杀。但自杀在小说中也许更为常见。在狄更斯的《小杜丽》（*Little Dorrit*）一书中，梅德尔先生在公共澡堂用一把玳瑁的铅笔刀割断了自己的喉咙，在脱勒洛普（Trollope）所著的《我们现在的生活方式》一书中，奥古斯图·梅尔莫特在其俱乐部里用氢氮酸自杀。

除自杀外，逃跑也是退出的一种方式。最重要的例子就是罗伯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特·奈特（Robert Knight），他篡改了南海公司的账目，然后潜逃至欧洲大陆，又从安特卫普的监狱里逃出，后来在巴黎东山再起。罗伯特·维斯科（Robert Vesco）携带巨额财富，先是逃到了哥斯达黎加，后来又逃到古巴。而欺诈了里昂信贷银行的查尔斯·萨维利（Charles Savery）却死在加拿大。尤根·邦托克斯（Eugène Bontoux）在流亡5年后又回到了巴黎，他试图利用法国法律的漏洞，当时法国的法律规定在判刑5年内尚未实施的监禁条款将自动终止。差不多一个世纪以前，阿兰德·约瑟夫（Arend Joseph）也有与之类似的经历，他于1763年破产，结果陷入了金融困境，最后导致了德纽夫维尔兄弟公司于7月25日破产，引发了同年的经济恐慌。阿兰德·约瑟夫带着60万荷兰盾，乘着一辆六驾马车离开了阿姆斯特丹，去往荷兰的自由城市克鲁伦伯格，在这里，他可以豁免于进一步的法律制裁。他给阿姆斯特丹则只留下100万荷兰盾的债务。

我们可以比较一下因欺诈被起诉的人数和最终被监禁的人数，并回忆一下20世纪20年代、80年代、90年代所发生的一系列欺诈事件。在20年代，两位欺诈者由于证券交易欺诈而被投入监狱，这就对市场信心造成了巨大的打击。在80年代，包括迈克尔·米尔肯、伊万·博斯基、丹尼斯·列文和查尔斯·基汀等人在内的8~10人由于内幕交易、欺诈等罪名被判刑，其中刑期最长的就是那些热衷于购买垃圾债券的储蓄机构管理人。90年代由于证券欺诈而获刑的人数进一步增长，仅安然公司就有5人入狱，世通公司也有2人入狱。很多安然公司的高管由于尚未结案，还没有在狱中服刑。预计该案全部了结时，将有超过25名安然公司前高管被判入狱。南方保健公司也有几位高管被判有罪入狱。2名与连锁药店Rite－Aid有关的管理人员也被判入狱。雷吉斯家族有2位成员入狱。山姆·威克塞尔与其好友麻莎·斯特华特也双双被投入监狱。几位华尔街的银行家也难逃牢狱之灾。瑞士信贷第一波士顿银行的明星投资银行家弗兰克被诉恶意删除相关电子邮件并妨碍司法公正，除非其上诉成功，否则等待他的也将是通往监狱之路。安达信的一位合伙人也因安然事件而锒铛入狱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

安达信数以千计的合伙人或前合伙人被处以巨额罚款，最终，安达信难逃破产厄运，合伙人的财富也化为泡影（随着安然公司的破产，数以万计的安然雇员丢掉了工作，失去了退休金，金融资产大大缩水）。

当迈克尔·米尔肯被释放时，其家族在银行里仍有 20 亿美元的存款。人们无法区别其财富中，哪些是通过非法的金融创新交易赚取的，哪些是通过合法途径赚取的。但如果说有一半的财富来自非法金融创新交易应该并不夸张。米尔肯本人有这样一句话："你可能会在监狱住上 1,000 天，但当你出狱时，你还有 10 亿美元财富，相当于你在监狱的每一天都赚了 10 万美元。"

什么才是惩治白领犯罪的恰当措施？经济学家恐怕没有资格讨论这个问题。在南海泡沫时期，众议院成员之一的莫尔斯沃思（Molesworth）在一次演讲中建议议会应以叛国罪名起诉南海公司的董事们，并对他们处以古罗马时期的刑罚——先将他们缝进麻袋里，再放入一只猴子和一条蛇，然后将他们溺死。德莱塞（Dreiser）在其小说《巨人》（*The Titan*）中提到了沃思的这一建议。在该小说中，惩罚措施包括首先把罪人扼死，然后缝入麻袋中，但没有其他东西装入麻袋，最后将之扔进博斯普鲁斯海峡，这个惩罚措施是专门为了处罚欺骗其女朋友的人。在此书发表后的二十年，另一部小说《万国之家》（*House of All Nations*）中有这样一段描述，古老的苏丹对不忠的妻子的惩罚就是将她捆入一个装有两只野猫的麻袋，然后将之沉入博斯普鲁斯海峡。这些惩罚方式听上去的确惨绝人寰。但现代社会对白领犯罪的处罚又太轻了，很多仅仅是没收其大部分财产。很多时候，对欺诈者处以巨额罚金，实际上转嫁给了其股东，并不能对欺诈者构成真正的惩罚，除非他本人也是股东之一。

不论犯罪者以何种方式被处罚，还是被宽容直到其寿终正寝，这些并不是金融史要探讨的问题，而是公司治理和商业道德层面的问题。我们更关注欺诈、做假和贪污的揭露。这可以帮助世界了解到事情并不应该那样发展，现在是终止这些犯罪并审查事物本来面目的时候了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十章 政策应对：任其发展，抑或另辟蹊径

假如很多危机都存在一套固定的演变范式，那么，是否存在一整套相应的政策应对机制进行应对呢？假如相继出现了经济过热、投机盛行、经济恐慌，现在该如何应对？政府或相关行政管理机构是否应在危机时介入？如果应该介入的话，在危机的哪个阶段介入？当不动产价格和股票价格出现持续上涨时，他们是否应该试图稳定资产价格，以减轻随后的危机对经济造成的创伤？当资产价格上涨过快，房租和公司利润的增长远远落后于虚拟经济增速时，政府是否应该戳破资产价格泡沫？当资产价格快速下跌时，政府是否应该采取措施抑制其过快下跌的趋势，以避免其导致更坏的结果？

为应对流动性短缺，几乎所有国家都设置了中央银行，负责在金融危机时冲销或减少流动性短缺的影响。为了应对国内商业银行可能出现的挤兑现象，避免清偿力危机可能导致的自我实现型流动性危机，很多国家也出台了相关的存款保险制度安排。退一步讲，虽然有的国家没有任何形式的存款保险，该国公民还是确信当某一家银行破产时，政府不会坐视不管。

本章及随后的两章主要探讨如何应对金融危机。本章首先考虑了这样一个命题：应对恐慌的最优对策是否是任其发展，听任不动产、股票及大宗商品的价格下跌对居民财富导致的影响，完全依靠经济自身力量对财富缩水进行调节。

这种放任自流的理念最重要的依据是，当经济遭遇危机时，政府对其干预越多，下一次危机泡沫就会吹得更大，因为政府干预会带来道德风险（moral hazard），且给人们带来政府总是会在危机时救市的预期。道德风险干预了风险与回报间原有的“此消彼长”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的关系，很多投资者会低估未来风险的强度和概率。

任其发展

多数经济学家相信经济恐慌会自行消失，即“恐慌之火会自行熄灭”。“那些头脑冷静但想象力不够丰富的英格兰银行家认为，就其本质来讲，经济恐慌会自行消失。”欧文斯通伯爵坚持认为不必浪费资源支持危机中的金融体系，因为体系本身的资金就足够了，即使在危机最严重的时期，只要能够承担高利率，资金需求方仍然可以获得大笔贷款。1847 年，伦敦的私人贴现率曾上升到 10% ~12% 的水平，这阻止了黄金流向美国，甚至曾派出一条小艇，追赶一艘已经驶往美国的货轮，让它掉转船头回港，最终在伦敦卸下十万英镑的黄金。1865 年，在法国咨询货币流通情况之前，巴农·詹姆斯·德·罗思柴尔德就认为，提高利率是抑制商品与公共基金投机的有效手段。他补充道：“如果投机商可以无限制地获得信贷，那就无法知道危机会带来何种后果。”

道德风险问题是指政府推出的旨在熨平经济波动的政策可能激发为获取高额回报的投机行为。投资者们会秉持这样的理念：政府会采取措施抑制经济泡沫膨胀，而这会减少其资产在泡沫破裂时的损失。这相当于为投机者们提供了一份“免费的午餐”，鼓励他们在未来的投资行为中更加激进。一旦这种情况真的发生，势必会导致未来的金融危机有更大的破坏力。道德风险问题成为提倡在金融危机时不对经济施加干预的重要依据，因为这种任其发展的策略可以降低金融危机出现的概率和强度。当对经济进行干预时，必然面对这样一个问题：在鼓励投机者的政策出台时，是否反而会导致 99% 的投资者出现损失？即便是能够实现这一目的，那么也必须考量这种政策干预的成本收益，抑制经济恐慌的收益能否抵补鼓励投机的成本。

支持对金融危机不加干预有两种不同的观点。一种观点较为乐观，认为市场中出现的问题是对以往过度投资的惩罚。这多少有些禁欲主义味道，过分贪婪应该受到惩罚，因此应该欢迎这种惩罚。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另一种观点认为恐慌犹如潮湿闷热、气候不定的热带地区雷阵雨，会使空气变得清新。“它使商业与金融中的要素变纯洁了，使它们恢复了活力与健康，促使交易规范、市场发展和持续繁荣。”对这种观点最有力的说明来自赫伯特·胡佛（Herbert Hoover）对安德鲁·莫伦（Andrew Mellon）的描述：

由财政部长莫伦（Mellon）所领导的“任其自我出清主义者”认为政府不应干预，应让萧条自行解决流动性不足的局面。莫伦先生只有一个公式，那就是：“让劳动力市场自我出清，让股票市场自我出清，让农产品市场自我出清，让房地产市场自我出清。”他坚持认为，一旦多数人头脑发热，让其冷静下来的唯一办法就是让他们碰壁。他认为恐慌并不完全是坏事，他说：“它会清除经济中的杂质。过高的生活成本和生活标准都会下降，人们会更加努力地工作，更加注重道德操守。价值观会得到调整，有进取心的人会从能力不足的人身上接过已受危机重创的事业。”

新奥地利经济史学家莫利·罗斯巴德（Murray Rothbard）也曾评论道：“尽管有些耸人听闻，但这是政府应当遵从的办法。”通史学家保罗·约翰（Paul Johnson）也曾引述过这一段，他说：“这是胡佛总统执政时期所得到的唯一有见地的忠告。”

反对者虽然承认去除经济中的泡沫及抑制狂热的投资是应该的，但他们认为紧缩性的恐慌会毁掉合理的投资，必要的贷款无法得到，这会造成生存困难。

流动性危机的一个重要特点就是高利率，换算成年利率后就更加令人咂舌。出现流动资金头寸利率较高的情况并不多，有时只是一两天，最多只有几天。真正的问题在于按这个利率能否得到资金，市场是否实现数量出清（而不是价格出清），最终的净头寸是否为零。多次危机证明，在恐慌时借款非常困难，甚至是不可能的，无论你出价多高。

1763 年先是阿伦德·约瑟夫破产，然后是德纽夫维尔破产，接着 7 月 25 日出现了经济恐慌。一份简报说：“恐慌：甚至在证券和商品市场中都没有钱了。”1825 年，恐慌袭击了公众。很多人对此毫无准备，每个人都在为钱祈祷。钱，钱，钱，但是几乎所有地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方都没有钱。“这不是证券的特性”，《泰晤士报》评论说：“所有人都为钱而挖空心思，但无论怎样也产生不了钱。”

1847 年商业危机时，托马斯·托克（Thomas Tooke）这样回答了选择委员会的质询。问题 5421：“几星期来，或者说几天来，英格兰银行是唯一提供票据贴现的机构吗?”回答：“是。”问题 5472：“英格兰银行的行长宣称，10 月 14 日之后的一个星期里，如果没有政府保函的话，100 万英镑的政府债券都卖不出去。你认为这可能吗?”答：“可能，完全可能。我用可能这个词，是指除非价格降到难以想象的地步。”

1847 年，格林先生（Mr. Glyn）的证词如下。问：“你是否知道，英格兰银行的经纪人认为，在不对英国国家永久债券价格造成重大影响的情况下，一大笔国债已经卖掉了?”答：“我不知道英格兰银行的经纪人这么说过。我要说，就当时的情形来看，要出售所说的 100 万英镑或 200 万英镑的国债，而不造成价格下跌，不进一步引起市场恐慌，这几乎是不可能的。”

M. P. 布朗先生认为，除非有大的折价，否则这种买卖很难达成，他还补充道：“如果恐慌真的发展到我们所说的那样，我怀疑它们能否还卖得出去。”

1857 年危机时期，人们已不再谈论票据贴现问题。这些票据在最好情况下，也只能折价 12% 或 15% 进行贴现。

从利物浦寄来的一封信中写道：“信誉最好的票据，其他银行都愿意背书的票据，也绝对无法兑成现金。我相信，许多票据贴现所并没有出现财务问题，完全能对 1 英镑的票据贴现 40% 或 60%，但他们拒绝贴现，除非政府出具保函。”

“汉堡的市场信心完全丧失了。只有 3 至 4 家一流贴现所的票据可以高贴现率成交……尽管政府提前兑付了 1,500 万马克国债，但仍然无济于事。恐慌气氛异常浓重，政府债券也无法贴现。无论你提供何种保证，资本家们也不愿拿出他们的钱来……不过在 12 月 12 日，当知道大家都会得到支持时，恐慌消失了。原来政府债券的贴现率高达 15%，现在已经降到了 2% ~3%。”

爱德华·克拉克（Edward Clark）在纽约创办了 E. W. 克拉克

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司。在创立公司前，他在给费城的杰·库克的信中写道：“银根不止是紧缩，而是根本没有。没有钱，没有信心，任何东西都没有价值。这种情形再持续一个多星期，所有银行都会完蛋。”

1866 年，“英格兰银行将贴现率提高到 9%，并将政府债券抵押贷款的利率提高到 10%。但这个消息发布之前，永久性国债或短期国库券根本卖不出去，交易员根本不愿意交易。”

1873 年纽约经历了危机，“纽约国民信托公司的金库中有价值 80 万美元的国库券，但却无法用它们借到 1 美元。交易停止了。”

1883 年，“资金需求急剧增加，出现了货币饥荒。长期贷款根本拿不到，在 6 月，拆借贷款占 72%，7 月 28 日占 72%，到 8 月 4 日跌到了 51%。资质一流的商业票据只能按面值的 8% ~12% 报价，甚至更低。”

证词非常清楚，例如在出售政府债券时，提到“除非价格跌到难以想象的地步（如利率增加）。”此外，也可能出现另一种偶然情况，特别是在美国国家银行体制下，采用最后贷款人的手段也是难以奏效的。对 1884 年的情形有如下陈述：

> 为进一步增加商品交易的困难，借贷条件变得极为苛刻。曾出现隔夜拆借利率高达 4% 的情形。由于很少有人能接受如此高的利率水平，因此股价进一步下跌。这种漫天要价当然是由于普遍的不信任造成的。实际上，资金并未短缺到如此地步，只是出于变现要求，才造成星期四和星期五两天美国国债大跌近 7%。事实上，市场对美国国债的信心并没有丧失，对信誉良好的铁路债券和股票的信心也没有丧失。
>
> 畸高的短期利率，引致大量外国资金流入市场。有些资金是为购买折价的股票，更多的是以股票或其他良好的证券作抵押发放高利贷。结果汇率水平的变化进一步恶化了美国的宏观经济形势。

这一段陈述也很清楚，因为在流动性急剧短缺之前，恐慌就已经开始了。

在 1997 年亚洲金融危机中，国际货币基金组织充当了最后贷款人——但它仍然坚持危机国家采取的传统方法来平息危机，强调政府采取措施平衡财政预算，各国中央银行提高利率。许多经济学

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家对这一政策建议提出质疑，它们认为，通货紧缩的办法最终会导致失业率提高，受影响的大多是穷人，而导致危机的却是那些志得意满的官员和逐利的银行家。

一部分人支持传统做法，主要是因为日本的教训，扩张的货币政策及日元汇率贬值使日本陷入了凯恩斯所谓的“流动性陷阱”。在20世纪90年代的大萧条后，日本的利率和银行贷款都降到了非常低的水平，股价暴跌，出现了“信贷缺位”的现象。银行受累于信贷损失而减记资本，不愿意提供贷款。企业由于国内需求低迷而不愿申请更多的贷款。

当东京市场短期利率低至1%的水平时，所谓的“套利交易”(Carry－trade）现象也随之出现了。资本家在东京市场上按1%的利率借入日元，再将借入的日元换成美元后投资于纽约市场得到3%～4%的回报。套利交易引起了资金从日本外流至纽约，日元汇率不断贬值，日本贸易盈余增加，日本经济总产出和总就业水平也提高了。日本贸易盈余对解决日本流动性陷阱问题，以及推行扩张性的财政货币政策是有益的补充。只要日元与美元间的利率有差异，且日元维持其升值趋势，美国对冲基金的基金经理们就会不断进行所谓的套利交易。

道义劝说（Moral Suasion）及其他措施

前述观点认为，任其发展，恐慌自会消失。反驳者的主要理由是，恐慌几乎从来都不是自生自灭的。当局总会感到有干预的必要。在一次又一次的恐慌、危机中，有关当局或某些“负责任”的公民总试图用某项措施来消除恐慌。也许他们过于警觉，情况真的会自我好转且不会有太大的伤害；也许他们过于愚蠢，故步自封、不堪教化（芝加哥学派的货币主义者认为，市场一定比政府聪明。且政府经常容易受短期目标驱使而作出非理性选择）。在我们所讨论的恐慌中，智商的这种不平均分布是无法用危机处理来检验的。因为身处市场的当局和主要参与者，都在向同一方向努力：以某种方式干预，阻止价格下跌，减少破产，防止银行倒闭。如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

聪明是可以学会的话——这是理性假设所必需的，通过学习终会发现某种可行的方式，甚至会提高最后贷款人的智慧，而不再仅仅依靠市场的竞争力。

历史上有许多情况，当局出于某种原因，开始时决心不对市场施加干预，但最后发现不得不施予援手。1825 年 12 月，利物浦勋爵（Lord Liverpool）在警告市场不要过度投机后的六个月，威胁说，如果发行财政票据的收入用于拯救市场，他将辞去财政大臣的职务。时任英格兰银行行长威廉·利德代尔（William Lidderdale）在巴林公司危机时，也断然拒绝其通过“保函”扩大贷款限额。在以上两次事件中，后来都通过其他途径避免了恐慌，挽回了面子。在许多情况下，如在 1763 年腓特烈二世对柏林分支机构的危机干预中，在英格兰银行拒绝为“某银行”贴现的事件中，在 1869 年美国财政部的决定中，远离市场的原则都因恐慌的升级而被迫放弃。

拖延和银行假日

出现挤兑时，存款人急着在银行关闭前取走钱。而银行则不急于支付，因为它们持有的货币远远小于其短期负债。在 1931～1933 年的银行挤兑潮中，有不少报道说银行兑付存款时故意拖延时间，希望能像迈卡本（Micawber）一样出现某种奇迹。这种技巧自古就有，至少可追溯到 18 世纪。

麦克列欧德（McLeod）在其《银行业理论与实践》一书中，就载有一则英格兰银行如何在 1720 年 9 月挤兑中保护自己的故事。这次挤兑是由于英格兰银行违背了吸收南海公司 400 英镑债券的承诺而引起的。银行为了避免因挤兑而关闭，组织了大批朋友，排在队伍前面，银行慢慢地六便士六便士地支付存款。这些朋友再将这些钱通过另一个门存进去，同样慢慢地数，然后再用来兑付。通过这个办法，挤兑延缓到迦勒节（9 月 29 日）。节日结束后，挤兑也结束了，银行又重新开张了。

第二个故事的起因是一样的，但却更真实一些。这是关于南海

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的支持银行——剑刃银行（Sword Blade Bank）的。因它不想赎回自己的银票，在9月19日引起了挤兑。为此，银行买进了一马车的硬币，准备“按小额慢慢兑付”。据说有一个幸运的票据兑付人，在9月24日星期六银行关门前，提走了价值8,000英镑的先令和便士。第一个故事强调的是环境，第二个故事强调的是时间，不会出现剑刃银行与英格兰银行合作的情况，因为这两家银行是宿敌。

不管1720年发生挤兑时英格兰银行的真实情况如何，它在25年后再次遭遇了类似的情形。1745年7月，年轻的王位觊觎者（詹姆斯二世的孙子查尔斯·爱德华）入侵苏格兰；11月入侵英格兰，11月15日进入卡里斯尔，12月4日到达德拜。1745年12月5日，黑色星期五，恐慌爆发了。英国的永久国债跌到了45英镑，价格达到历史最低，英格兰银行也出现了挤兑现象。英格兰银行再次用六便士兑付法对付挤兑，赢得了时间，以便收集伦敦商人在一份支持和接受英格兰银行银票的声明上签字。这次危机处理中的第二部分，即收集对银票的信誉保证。后来在1797年法国人侵费希杰德时，再次使用这一策略。当时，一天就收集了1,140名商人与投资者对政府债券的保证签名。在此，应该补充一点，1745年通过缓慢兑付与请愿支持的方法，英国也重整了军队，为1746年4月在卡洛登抗击那位年轻的王位觊觎者埋下了伏笔。

关闭市场，暂停交易

阻止恐慌的另一个办法是彻底关闭市场。1873年纽约股票交易所做过，1914年战争爆发时伦敦和许多城市也采用了这一办法。暂时关闭市场的做法就是为了给人们更多的时间思考，是否应该在当前价格下出售资产。

同时也应该看到，关闭市场可能导致恐慌在私下蔓延，问题会更糟，甚至出现短期目标与长期目标的冲突。关闭某个市场，会使其他市场的恐慌加剧。因为人们会尽快抛出股票或取走资金以免被套牢。1873年9月的一次恐慌中，纽约股票交易所，第一次也是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最后一次暂停了交易。但一位财经编辑认为，1929 年 10 月担心交易所关闭是造成城外的银行与“其他人”争相取钱的一个因素。1873 年，匹兹堡和新奥尔良的交易所关闭了两个月，但影响较小，因为两地交易所只交易当地的股票。但此次关闭也给它们后来的运作增加了不少困难。

2001 年“9·11”事件中，世贸大楼的爆炸导致通信系统瘫痪，包括纽约股票交易所在内的多家美国交易所暂停交易长达两周之久。很多股票只能在地区性交易所进行交易，很多交易所不堪重负。

关闭市场的另一个手段是宣布法定假日。1907 年俄克拉荷马、内华达、华盛顿、俄勒冈和加州出现恐慌时，都采用了这一办法。在法定假日之后，就是银行假日。1932 年秋一些地方就已开始实行该办法，并于 1933 年 3 月 3 日推广到全国。银行假日只关闭银行，而在法定假日，所有的商业机构都关闭了。

还有一个并不十分理想的办法是暂缓公布银行的财务报告，1873 年就采用过此办法。该办法的机理是“你不知道的事不会对你产生伤害”。这种技巧主要用于隐藏一些银行的巨额储备损失，它们担心一旦损失被披露，储户对这些银行的信心会进一步下降。

在大宗商品交易和金融交易中，一种被广泛应用的办法是每天设立价格最大变动区间，一旦变化达到最高限度，交易就自动关闭。这通常被称做“断路器”，用以应对买卖双方可能出现的大额不匹配现象。1987 年 10 月 19 日黑色星期一后，证券市场开始应用这一方法。对商品交易来说，当价格高于或低于限额之后，当天的交易就停止。而对纽约股票交易所的建议是，如果证券价格高于或低于限额，只是暂停交易一段时间，比如 20 分钟，目的是使场内交易员有机会选择及配对买卖指令，并检查存货余额与现金头寸。

通过暂缓支付某一特定债务或全部债务可以争取到时间。比如，暂缓支付期限尚有两星期的汇票，实际目的是为了宣布破产。此类中最普遍的做法是，银行稽查员只要不理会银行资产中的坏账，就不会对银行市值产生重大影响。80 年代美国爆发储贷协会、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

危机，当时的监管层也采取了宽容的态度。国际货币基金组织和世界银行也曾同意部分亚洲贫穷国家延期偿还债务，不过需要承担更高的利率水平。因为如果这些国家宣布债务违约，他们将不得不承受巨额信贷风险。如果房地产投资信托公司及抵押贷款销售中心的老板们愿意增加一笔贷款支付利息，银行就不会提出疑问。银行的稽查员们并非总是以保守与正直的态度提出警告的。

但是，正式的暂停支付似乎不如非正式的有效。1873 年维也纳股票交易所暂缓支付差额结算，仅仅持续了一个星期，即从股市崩盘到 5 月 15 日。联合两个拯救委员会，奥地利国民银行和稳健的商业银行筹集了 2,000 万基尔德的担保基金。但所有这些早期措施的作用都是微乎其微的。还有一个暂缓支付的实例发生于 7 月君主节之后的巴黎。巴黎市政府宣布，所有在巴黎 7 月 25 日到 8 月 15 日到期的票据都延期 10 天支付。这虽然减缓了银行资产的压力，但却对抵制票据持有人兑付现金的要求毫无作用。

清算所票据

在美联储成立之前，美国采用的主要手段就是清算所票据。清算所票据是货币的替代品，一般由较大的地区性银行发行。银行为了避免被挤兑，通过发行清算所票据的方式获得喘息之机。清算所是美国 19 世纪 50 年代的产物：纽约的清算所成立于 1853 年，费城的清算所成立于 1857 年恐慌之后的 1858 年。在 1857 年的恐慌中，纽约的银行未能通过精诚合作阻止通货紧缩。纽约商业征信所认为，如果四五家最大的银行能够共同帮助俄亥俄人寿与信托公司偿付债务，美国的商业与信用就能得到很大程度的保留。到 1873 年，银行已接受清算所的票据（清算所的总负债）作为支付工具不再要求必须使用货币或银行券了。这个制度的好处在于它减少了银行相互争夺存款的动力。斯普拉格认为，这个制度还应辅之以聚拢银行储备的功能，否则，银行在兑付完自己的储户之后在清算中又没有收到现金，就会被迫停止支付。1873 年，储备曾得到聚拢，但此后不再聚拢了，清算所票据虽仍有所帮助，但作用已大打

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

折扣。

清算所票据的致命缺陷在于，就像战时临时通货一样，其流通性受地域限制，因此它只可用于当地的工资及零售支付，而在城市间支付中，它的作用就会大打折扣。1907 年的 160 家清算所中，有 60 家采用清算所票据，促进了当地支付。但斯普拉格相信，交易所之间的混乱现象毫无改善。10 月 26 日至 12 月 15 日，纽约基金在波士顿、费城、芝加哥、圣路易斯、辛辛那提、堪萨斯城、新奥尔良等城市的报价大相径庭，在芝加哥 11 月 2 日有 1.25% 的贴水，在圣路易斯 11 月 26 日有 7% 的升水，而一周前的升水才 1.5%。1907 年 12 月，雅各布 · H. 希夫（Jacob H · Schiff）写道："最近经历的一个教训是，在不同的银行中心发行清算所票据会有不少的危害。它损害了交易所的运作，很大程度上使国家的经济陷于瘫痪。"

与此类似的支付工具还有票据清算所发行的支票或承兑支票，它们都是现金的替代品，并丰富了流通领域的支付手段。

银行组织清算所来对付恐慌是在 19 世纪中叶之后。其他非银行机构也可能组织起来抵御危机，如股票市场团体等。1907 年 10 月 24 日，J. P. 摩根牵头的银行家联合体组成了年利率为 10% 的总额为 2,500 万美元的联合贷款，以阻止股票市场的崩溃。22 年后的同一天，1929 年的黑色星期四，理查德 · 魏特尼（Richard Whitney）在交易所场内，从一个柜台跑到另一个柜台，为一个辛迪加竞价，这个辛迪加也是由 J. P. 摩根公司牵头组织的。

银行合作

除了清算所，银行也可以通过设立拯救委员会（如维也纳 1873 年 5 月及更早些时候的情形）、贷款基金、债务担保基金、有组织地合并弱小银行与公司及其他支持弱公司手段来抵御危机。在此我举三个例子，一个是巴黎银行在 1828 年阿尔萨斯危机中的作用；第二个是 1857 年汉堡为解决困难所采用的措施；最后一个是 1890 年巴林兄弟公司的贷款担保基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1828 年的阿尔萨斯危机

1827 年 12 月，米路斯的三家纺织企业倒闭，巴黎银行立即拒绝兑付来自阿尔萨斯的票据，法兰西银行也对这一地区的票据设定了一个 600 万法郎的总额限制。而这个金额"还不及两家阿尔萨斯公司的资产总额多。"随后，巴黎银行又决定拒绝接受来自米路斯和巴塞尔的背书票据，这一决定加剧了恐慌。1828 年的 1 月 22 日，巴黎盛传谣言，两家公司要倒闭。巴黎银行派出一位名叫雅各斯·拉斐特（Jacques Laffitte）的特使，于 1 月 26 日到达米路斯，表示愿意在商业委托下提供 100 万法郎的贷款。但在他到达米路斯之前，已有两位纺织业商人，尼古拉斯·凯史林（Nicholas Koechlin）和简·多弗斯（Jean Dollfuss）离开米路斯前往巴黎，随后又有两人前往。同时，库存品已按 30% ~40% 的折价倾销。1 月 26 日到 2 月 15 日，又有 9 家公司倒闭。列维—列伯耶（Lévy – leboyer）说，情况本来会更糟，但在最后一分钟，J. C. 戴维力尔（J. C. Davillier）牵头 26 家巴黎银行组成了一个辛迪加，向凯史林和多弗斯提供了 500 万法郎的信贷。他俩已于 2 月 3 日回到了阿尔萨斯，并决定留下 400 万法郎，将其余 100 万法郎分给同行。同行则表示愿意为他们提供担保。这一表态重树了市场信心。在巴塞尔，银行又为其他商人凑了 130 万法郎。加上其他商人的担保，信心终于得到了恢复。而那些未能得到凯史林—多弗斯基金或巴塞尔那些钱的公司则倒闭了。

1857 年的汉堡危机

读者对 1857 年汉堡危机的背景可能已耳熟能详。由于贸易的发展，特别是由于克里米亚战争的影响，信贷资金异常充裕。汉堡是德国的英国城，但在糖、烟、咖啡和棉花上与美国和斯堪的纳维亚国家有不少业务联系。当通货紧缩浪潮席卷大西洋两岸时，汉堡也无法逃避这股浪潮的袭击。8 月 24 日由俄亥俄人寿公司引发的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

恐慌潮，三个月后随着威勒霍夫（Winterhoff）和皮博尔（Piper）两家与美国交易的商贸公司的停业，也在汉堡登陆了。从英国驻汉堡领事馆的每日快报中可以窥见当时的情形：

11 月 21 日：一些主要的商贸公司和两家银行准备歇业。

11 月 23 日：两家与伦敦交易的商贸公司倒闭。贴现担保协会对汉堡票据的背书更加谨慎。只要一次授权，贴现担保协会的资金就会在三天内枯竭。

11 月 24 日：一家贴现担保协会成立，初始资本金为 1,000 万马克，后来提高到了 1,300 万马克（约 100 万英镑），其中的 100 万马克当时就到位了。

11 月 28 日：德国商会和一些重要的商人劝说参议院呼吁众议院安排发行政府债券，以便能按抵押商品、债券和股票值的 50% ~66.7% 为困难的商人提供帮助。

12 月 1 日：随着乌尔伯格（Ullberg）和克莱默（Cremer）两家公司的歇业，10 ~12 家瑞典贸易公司关闭。贴现担保协会停止提供新的担保，商业陷入停顿。

12 月 2 日：有人建议修改《破产法》，以使债权人也能分享企业的剩余资产。

12 月 7 日：有人提议成立一家国有银行，对信誉良好的票据提供贴现，最高可达 3,000 万马克（约 240 万英镑）。该银行可对商业汇票提供利率为 6.67% 的政府短期贷款。但众议院否决了该提议，而提出发行 3,000 万马克纸币作为法定货币。但参议院否决了众议院的提案，坚持银本位制。

最后各方采取了一个折中的办法，成立了一个 1,500 万马克的国家贷款机构基金，由 500 万马克的汉堡政府债券和 1,000 万马克境外筹款组成。关于运银火车的故事参见第十二章，这是有关国际最后贷款人的一个例子。

有位观察家计算得出，此项拯救操作的总数为 3,500 万马克，包括贴现担保协会的 1,500 万马克，国家贷款机构的 1,500 万马克和商会的 500 万马克。他将此数目与被保护的 1,000 万马克票据进行比较，说明如果商人仅用商品价值六分之一的资金进行投机，那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

么只要价格下降 17% 就足以让市场出清。对于参议院思想落后于时代 300 年的说法，他引用了参议院的陈述进行反驳：商人在发债时超前了时代 300 年。他还认为，国家在危机中提供的援助，将价格维持在高位，实际上是牺牲消费者来帮助投机者。

债务担保：巴林银行危机

最著名的债务担保是 1890 年巴林危机时由当时的英格兰银行行长威廉·利德代尔（William Lidderdale）提出的。不过债务担保并非利德代尔首创，早在 1836 年 12 月就出现过类似的情况。当时私人银行家艾斯代里斯（Esdailes）、格林菲（Grenfell）和托马斯（Thomas）的公司相继出现困难，但他们是 72 家国有银行在伦敦城的代理商。据说，正是因为这个原因才使其避免倒闭。且它的票据中有伦敦城中所有最优秀公司的名字。其资产远远超过负债，伦敦的银行家们准备提供担保施以援手。英格兰银行首先提供了 15 万英镑的援助，当时艾斯代里斯存活了下来，但也只存活了两年，最终还是难逃破产厄运。

前面提到了保证信就可以暂时不受 1844 年《银行法》的约束，因为担保是另一种选择。保证信是由财政大臣戈申（Goschen）勋爵向时任英格兰银行的行长利德代尔（Lidderdale）签发的。但利德代尔认为“依赖这种保证信正是搞垮英国银行业的原因”，为此他拒绝接受。

如果利德代尔拒绝采用 1847 年、1857 年和 1866 年采用过的办法来平息市场波动，他就不是那种坚持让市场自食其果的人。1890 年 8 月，他警告巴林兄弟公司，公司应该控制对阿根廷代理商 S. B. 哈斯（S. B. Hales）的承兑。11 月 8 日星期六，巴林兄弟公司向利德代尔透露，公司的财务状况很困难。由于担心巴林公司财务窘境公之于众会引起恐慌，11 月 10 日，英格兰银行行长拜会了财政大臣，但拒绝接受财政大臣的保函。它从两个方面进行了准备。第一，它的储备已很低，但考虑到通过提高银行利率来增加储备，速度会很慢，因此，它想从境外寻求援助——这将是第十二章

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

论述的主题。第二，由罗斯柴尔德勋爵牵头，组成一个委员会，解决市场中大量未消化的阿根廷债券。

拖了一个星期后，谣言开始流传。巴林公司票据在英格兰银行的贴现率越来越高。到星期三，利德代尔获知，虽然从长期看巴林公司尚未到资不抵债的地步，但短期还需要 800 万～900 万英镑才能使其脱离困境。星期五，穆伦公司的主管约翰·丹尼尔（John Daniell）找到利德代尔，喊道："你就不能做点事，或者说句话，缓解一下大家的情绪：他们满脑子都在想可怕的事就要发生，他们都在谈论最可怕的事。"

11 月 14 日，利德代尔与两位代表财政部的内阁成员——史密斯勋爵（Lords Smith）和萨尔兹伯里（Salisbury）会面，并达成了政府立即增加在英格兰银行预算的协议。另一项协议虽然更费周折，但也达成了——政府与英格兰银行分担星期五下午 2 点到星期六下午 2 点间英格兰银行贴现巴林兄弟公司票据所遭受的损失。根据以上协议，利德代尔召集 11 家私人银行开会，劝它们共同建立一个基金以对巴林公司的债务提供担保。它们取得俄罗斯国家银行的同意，暂时不提走存在巴林公司的 240 万英镑存款。11 家私人银行共筹集了 325 万英镑，其中包括英格兰银行出资的 100 万英镑（当时的英格兰银行形式上也是一家私人银行），及三个贷款人格林 & 米尔斯公司、卡瑞公司和罗斯柴尔德公司各自出的 50 万英镑。这就有了良好的开端，当晚又得到五家伦敦股份银行的同意，它们也出了 325 万英镑加入担保基金。有了这些保证，11 月 15 日，《泰晤士报》宣布巴林公司将会倒闭，但不会承受什么损失。担保基金在星期六继续进行募集，因为股份银行必须召开董事会，批准各自的认购份额。上午 11 时，会议就结束了，然后其他银行和金融机构又将基金额度从上午的 750 万英镑提高到下午 4 时的 1,000 万英镑，最后达到了 1,700 万英镑。因此，与其说巴林公司倒闭是伦敦金融体系脆弱的表现，不如说担保基金是伦敦体系强健的信号。例如，马丁银行由于向另一家与阿根廷交易的公司穆里塔斯（Murriettas）提供贷款而处境困难，但它在 11 月 18 日（星期二）向担保基金认购了 10 万英镑。这对于帮助巴林公司的行动来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说已太迟了，但却提早地向世界显示了马丁的实力。在总结这一事件时，鲍威尔（Powell）说：“英格兰银行并不是金融市场上的唯一斗士，要么战斗、要么撤退，而且都是世界有目共睹的大金融财团的领袖。”

11月25日，一个新的股份制公司——巴林兄弟有限公司成立，注册资本为100万英镑。担保的形式也许还有点意义，存录于此。

担保基金

英格兰银行，1890年11月

鉴于英格兰银行已同意向摩萨斯·巴林兄弟公司提供贷款，以使该公司能够在下列债务到期时偿还：1890年11月15日当晚的已有债务，或该日及该日之前的业务所发生的债务。

我们签署者同意，每个人、企业或公司，就他或他们名下的金额向英格兰银行保证，英格兰银行行长可根据实际需要，决定摩萨斯·巴林兄弟公司最终清算的完成期，由此产生的损失由我们补偿。

一旦要履行承诺，所有的担保者将按比例出资，不会仅要求个别个人或公司出资。

清算期最长为三年，自1890年11月15日开始。

1998年9月，拯救对冲基金长期资本管理公司的行动与当时对巴林公司的运作方式极为类似。纽约联邦储备银行的主席威廉·麦克唐纳（William McDonough）召集了包括美林、摩根士丹利、J. P. 摩根、大通和瑞士联合银行等14家大银行，共同出资36亿美元，收购长期资本管理公司90%的股权，以避免该公司清盘。这些商业银行和投资银行原本都是长期资本管理公司的债权人，通过这种形式，债权便转化为股权，它们摇身一变成为长期资本管理公司的股东了。美联储担心一旦长期资本管理公司破产，会出现大量期货及远期合约无法对冲，整个市场也将陷入崩溃的边缘。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

存款保险

从 1934 年开始，美国通过联邦存款保险提供存款事前保险，防止银行挤兑扩散，存款保险上限最初设定为 1 万美元，后来逐步提高到 10 万美元。一位知情官员透露，10 万美元的上限是两个提案折中的结果。一个是众议院的提案，提议存款保险上限从 4 万美元增加到 5 万美元，另一个是参议院的提案，提议存款保险上限从 4 万美元增加到 6 万美元。当一些大银行，如 1984 年芝加哥的大陆伊利诺伊银行和 1988 年的达拉斯第一共和银行出现危机时，联邦存款保险公司刻意取消了保险上限，以防止出现挤兑，并在处理过程中制定了操作规则，将有 10 万美元以上存款的某些银行定为“大而不能倒”的银行（银行股东可能因为银行的问题而遭受投资损失，银行次级债券持有人也可能遭受损失）。虽然只有美国商业银行国内的分支机构缴纳存款保险费，但事实上，其境外分行也受到了这一保障。当挤兑真的出现时，才发现存款保险的设计对 1 万美元以下的小储户利益考虑得太少，而过多考虑了可能冲击系统的挤兑问题。

以 10 万美元为上限的一个尴尬情况是，出现了所谓的“存款经纪人”。他们接受大额存款，收取一定的佣金，然后将它们分成数笔 10 万美元的存款，这样便使大额存款得到了保障。如约翰可以获得最高 10 万美元的存款保险，他的妻子玛丽也可以获得最高 10 万美元的存款保险，约翰和玛丽的联名账户下又可以获得 10 万美元的存款保险，这样，约翰相当于获得了 30 万美元的存款保险。同样，约翰可以在多个银行开设储蓄账户。这种创新会导致两种荒谬的效果：第一，它为富有的存款人提供了担保，这些人自身是有能力判断银行是否安全的，无此能力的是小额存款人。第二，吸收存款实际上会鼓励银行发放高风险的贷款，因为银行在确定存款受到保险之后，银行可能会高息揽存，并将进行高风险投资。银行股东确信银行的存款受到联邦存款保险的保护，也会降低监管银行的动力。

20 世纪 90 年代，日本金融泡沫破裂，东京、大阪等地的地区

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性商业银行的贷款价值出现了严重下跌，甚至出现了资不抵债的情形。但却并没有出现银行挤兑的情形，因为存款人都认为，即便银行倒闭，政府也会出面埋单，不会让他们承担损失。

既然存款保险制度能防止出现银行挤兑，并阻止恐慌在银行间蔓延，那么为何不早施行这种制度呢?

一直以来，美国银行业的规则就是崇尚银行自由运作，甚至是不负责任的野猫银行（Wildcat Bank）。只要愿意，任何人都可以开设银行。这种情况下，银行的风险极大，银行家更迭频繁。对银行存款进行担保，无疑是给投机，甚至挪用存款的行为颁发许可证。银行提款的威胁消除了，防止银行家不负责任的制约因素也就消失了。存款担保被视为可能导致不良银行的原因而遭到反对。这一情况一直持续到 1933 年 3 月 2 日，全国银行假日的前夕，当时的美联储尚未建议设立这种担保制度。

1970 年之前，联邦存款保险公司的财务记录堪称优秀，收取的存款保险费远远超过处理问题银行的损失。1934 ~ 1970 年，只有一家存款超过 5,000 万美元的银行倒闭，倒闭的大多都是存款不足 50 万美元的小银行。多数情况下，联邦存款保险公司都安排了收购，这样一来，损失的主要是存款超过保险上限的储户，联邦存款保险公司自身的损失就不多。

但从 20 世纪 70 年代末期开始，联邦存款保险公司及其兄弟机构——联邦储贷保险公司（Federal Savings and Loan Insurance Corporation，FSLIC）的麻烦却接连不断。联邦存款保险公司拯救了大批银行，其中有两家大银行——芝加哥的大陆伊利诺伊银行和达拉斯的第一共和银行，就耗掉了联邦存款保险公司数十亿美元的资产。通常的处理程序先是在银行或储贷机构资本金耗尽时将其关闭，然后为问题银行寻找接盘人，或将其卖给另一家政府主导的机构——清算信托公司（Resolution Trust Corporation）。而联邦储贷保险公司在拯救储蓄机构，特别是在将它们与好的机构合并和购买不良资产上耗掉了所有资产。20 世纪 90 年代初期，处置问题银行的耗费高达 1,500 亿美元。但随着美国经济的增长，清算信托公司可通过处理不良资产获得更多的收益，最终的损失额可能为 1,000 亿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元左右。问题是，这其中是否可以有一部分损失通过增加银行存款保费来弥补——这一建议受到很多健康运行的银行的反对。最终，这笔账单还是要落到美国纳税人头上。

财政票据

不向财务困难的企业贷款，而挽救企业的一个古老办法是向企业发行有抵押的可流通债券（当然，如本章第一部分所说，如果市场崩溃了，即使原来流通性最好的证券也无法立即售出）。债券可以是定向发行的，也可以是非定向发行的。两种类型的债券都是1857 年汉堡复杂的一揽子方案的一部分。但在处理 1763 年和 1799 年的危机所提出的同样复杂而随意的拯救方案中，海军票据是其中一部分。不过应用最广的要算 1793 年、1799 年和 1811 年英国发行的财政票据，但这个办法在 1825 年遭到了严厉拒绝。

多数人认为约翰·辛克莱（John Sinclair）是财政票据的创造者，实际上财政票据最早可能源于英格兰银行。1793 年 4 月 22 日，伦敦城的领袖们与首相威廉·庇特（William Pitt）聚集唐宁街，讨论如何应对 300 家国家银行中的 100 家倒闭及大宗商品价格暴跌引发的危机。第二天有 11 个人聚在伦敦市长的官邸，构想国家援助方案。根据克莱泛姆的记录，当时没有人清楚会议的方向。会议中逐步形成一个方案，由政府发行 300 万英镑财政票据。后来议会将金额提到了 500 万英镑，发行对象为商人，以他们在海关里存放的商品为抵押。这个方案的另一个特别之处是发行了面值为 5 英镑的纸币（在此之前票据最小的纸币面额为 10 英镑），而减少使用金、银硬币。财政票据并不是由英格兰银行发行的，而是由特别委员会发行的。大约有 70,000 英镑被立即运往曼彻斯特，另外有相同的金额被运往了苏格兰南部的格拉斯哥。按麦克弗森（MacPherson）的记录，这个方案非常成功，有 338 家公司申请了总额 300 万英镑的票据，有 228 家公司得到了 220 万英镑的票据，228 家中最终只有 2 家破产。恐慌过后，有 120 万英镑的申请被撤销了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1799年汉堡发生的危机也对利物浦造成了影响。财政票据再次起了作用。议会批准了50万英镑的财政票据，只用于利物浦，抵押品为200万英镑的库存商品。

1811年危机又一次爆发。1811年3月1日，国家商业信贷选择委员会成立。委员包括亨利·桑顿（Henry Thornton）、约翰·辛克莱勋爵（Sir John Sinclair）、托马斯·巴林勋爵（Sir Thomas Baring）和亚历山大·巴林（Alexander Baring）。委员会的报告一个星期就完成了，记录了与西印度、南美洲国家组织交易的进出口商的财务困境，也记录了因交易撤销而在伦敦仓库中堆积如山的、准备运往波罗的海地区的大量商品。报告建议发行600万英镑的财政票据。由于与拉美地区间的过度贸易，下议院并不支持这一做法。尽管反对者也对财团企业表示同情，但却怀疑拯救投机者的做法是否明智。后因工贸部长一职而成名的胡斯克伊森（Huskisson），称这是由于信贷太容易获得而造成的恶果：

> 绅士们怎么会看不到，那种从不超越自己资金能力的传统英国商人已为一群狂热、过激的投机商所替代。只要有可能，他们就从不停止借贷。绅士们应该看到，小本经营的小商贩比最有购买力的大商贾更风光。现在即使是一些微不足道的商品也出现了投机热。如果拯救资金又被用于投机，那只会使后果更严重。他担心这种情况可能已经发生。在这种情形下，现有措施的结果是把另外600万英镑投入流通，并抬高了商品的价格。

详细描写这段争论的斯马特（Smart）提到，尽管有许多人批评这项措施，但很少有人拒绝。最后，措施还是获得了通过，但申请的人并不多，只发出了200万英镑的票据。“在困境中，能够提供所需的安全抵押的人并不多。在他们的商品没有市场时，要寻找一副妙方，通过发放信贷使他们能生产更多的商品是何其困难。”

银行监管

能否通过严格的银行监管防范金融危机呢？一些学者赞同严格管制，但另一些学者却主张放松管制。实际上，很多银行业稳健经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

营的规则已包含在银行监管法规中，或隐含于银行业务操作中。但还是有许多规则，银行及监管者都将之忽略了。银行应该采取“盯市策略”来定价，即每天、每星期或每个月按照市场价格而不是历史成本对其贷款和投资进行估价。“问题贷款”要计提准备金拨备，可疑贷款要进行核销。如果银行的资本消耗没了，即信贷损失超过了准备金，按照传统规则应该关闭，但银行并非完全遵照这些规则。1987 年春季，类似消息充斥着各大报刊。花旗银行减记了第三世界国家债务，联邦储贷保险公司仍然允许 500 家已破产的储贷协会继续营业，希望它们能起死回生，这些都是违反规则的明例。随着部分管制规则的演变，美联储已建立了一些新的商业银行资本要求，并与十国集团中的其他中央银行合作，逐渐建立统一的资本要求，以强化世界银行业体系。

但仅仅关注资本是否达到资产或其他债务某一比例的要求显然是不够的，这会使银行将其业务移至“表外”。这类业务给银行带来不菲的手续费或佣金收入，但相关的资产或负债是或有的，因此不必体现在资产负债表上，仅以表注的形式加以披露。表外业务包括利率与货币掉期、期货合约、期权、承销风险、“回购”（售出证券同时承诺一定时间后买回）、票据发行便利等。为计算资本要求，这些表外业务也可以按期权或权重计值，并计入资产或负债中，但要真要这么做时，其复杂程度会极大提高。

我们可以设想，严格的监管可以防止银行在经济出现过热时随意放贷的行为。但历史表明，这种构想是无法实现的。美国的银行稽查责任是由货币监督官、联邦储备银行、各州银行监督官共同负责的。有一种观点认为，管制中并不存在竞争，再管制（reregulation）中却存在竞争。德国一位著名的银行家、政治家曾说过：“共同负责就是不负责。”适合危急情况的聪明人是不愿忍受长时期的寂寞的，这也是核电厂控制室遇到的难题。管理不善的银行在问题暴露之前是难以被发现的。同样，要发现欺诈就更难了。繁荣时期监管松懈播下了危机的种子，而当经济由繁荣走向衰退时，危机就会爆发。然后是清盘、拖延、担保、拯救、收购或依赖其他最后贷款人等手段。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

运气：一点补白

幸运女神对消除个别危机是有效的。沃思曾讲过汉堡的考夫曼兄弟的故事。他们在1799年的危机中破产了，当时其中的一个兄弟送给他的新娘一张汉堡市的彩票，彩票中了一等奖，奖金为10万马克。而这位新娘自己也买了一张号码相同的梅克伦堡（Mecklenburg）公国的彩票，居然获得了价值5万普鲁士泰勒（约合10万马克）的房产。凭借幸运女神的眷顾，考夫曼兄弟也从破产的悬崖边走了回来。开个玩笑，拉斯维加斯的巨奖或许会比解决全球危机的方案更有效。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十一章 国内最后贷款人

在过去的200年间，“中央银行的艺术”已演变成最后贷款人的概念。“最后贷款人”一词来自于法语 dernier ressort，本意是指上诉人可以诉讼的法律管辖权。但如今这个术语已彻底英文化了。如今的中央银行更多地强调最后贷款人的责任，而不是上诉人（借款人）的权利。

最后贷款人随时准备创造更多的货币，阻止因流动性欠佳的金融资产转换成货币的受阻而出现挤兑。但创造多少？创造给谁？按什么条件创造？何时创造？

这些问题构成了最后贷款人的难题。首先，应确定一个最后贷款人，其次，这个最后贷款人应该是谁。所有这些问题都源于一个基本的矛盾：如果市场知道它会得到最后贷款人的支持，它就会在下一轮经济高涨时期较少地甚至拒绝承担保证货币与资本市场有效运作的责任。最后贷款的公共产品性弱化了银行体系保持稳健的责任。但如果无人来阻止因恐慌强行抛售商品、证券和其他产品，及争抢有限的货币而产生的脱媒，所谓的合成谬误就会出现。市场中的每一个参与者都急于解救自己，最终的结果是毁了大家。

反对最后贷款人的声音从未间断过。拿破仑的公共财政大臣弗朗索瓦·尼古拉斯·莫利恩（Francois Nicholas Mollien）曾写信强烈反对其导师的经济干预主义思想。他导师要拯救因大陆体系封锁而濒临破产的制造商，而莫利恩却认为一旦依此行事，只会让财政部越陷越深。1848年，法国的财政大臣路易斯·安东尼·加尼尔佩基（Louis Antoine Garnier - Pagès）认为，加速危机的进展，缩短危机周期是有益的。他说：“不要挽救，清掉股票，卖掉企业。”他声称这一政策促使了法国在1850～1852年危机后实现的经济辉煌发展。对穆瑞·罗斯巴德（Murray Rothbard）而言，“支持摇摆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不定的局势，只会延迟清算，增加局势的复杂。”这方面，赫伯特·斯潘塞的表述最为尖锐：“保护人类免尝愚蠢行为的苦果，其结果只会让全世界都变得愚蠢。”

在达尔文时代，这种观点是可以理解的。

概念的起源

最后贷款人并不是经济学家们拍脑袋想出来的点子，而是市场实践发展的必然结果。阿希顿（Ashton）称，在18世纪，英格兰银行已开始充当最后贷款人，但这种说法与他的下述表述并不完全一致。他说：“早在经济学家想出应对危机的办法之前，就已经认识到，解决金融危机的药方是由货币当局（英格兰银行或政府本身）发行某种银行家、商人及一般公众都愿意接受的票据。如此一来，恐慌便会得到缓解。”

但当时到底是中央银行还是政府作为货币当局并不确定。其实这个问题时至今日仍无定论。因此，认为英格兰银行在18世纪就已成为最后贷款人的说法值得商榷。但实践先行于理论却是千真万确的。E. V. 摩根（E. V. Morgan）认为，政府在1793年、1799年和1811年发行财政票据的行为延迟了英格兰银行对自身责任的认识。19世纪后半叶，英格兰银行是在“理论家的一片反对声中”逐步转变为最后贷款人的。法兰西银行也经历了类似的演变过程。1833年法国议会的多数人无视霍廷纳（Hottinguer）提出的采取英国模式的建议，也无视奥蒂尔（Odier）的采取一套全新政策的呼吁，执意要求法兰西银行以捍卫法郎为主要职责。他们认为，无须惧怕资本外流，不应人为压低货币来鼓励投机，加速危机。当危机出现时，法兰西银行应提供充足、便宜的票据贴现以支持商业交易、缓和危机、缩短危机周期。

1873年，巴杰特出版了《伦巴第大街》（*Lombard Street*）一书，在此之前，最后贷款人的角色一直不为理论家们所重视。18世纪初，弗兰西斯·巴林（Francis Baring）曾呼吁重视该思想，但应者寥寥。亨利·桑顿在其经典之作《票据信用》（*Paper Credit*）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中讨论英国国家银行时，分析了这个问题正反双方的论点。1875年，在议会的银行选择委员会前，巴杰特在众目睽睽之下大方地将这一思想起源归功于大卫·李嘉图，而不是巴林和桑顿。“大卫·李嘉图的正宗思想是：在恐慌时期会出现一个阶段，在这个阶段法定货币的发行不应受到限制。”实际上，巴杰特自己在1848年22岁发表的第一篇文章中，就已对这个问题进行了阐述。他对1847年危机期间暂停实行《1844年银行法》一事评论道：

纯金属货币流通的重大缺陷是，它的数量无法随时满足突如其来的需求……纸币出现后，无论需求产生如何突然，都可以无限制地供应。对我们来说，紧急发行纸币满足突然出现的大量需求不存在什么限制。发行纸币的权力极易被滥用……因此只能在极特殊情况下使用这一权力。

如前所述，这一观点仍然不为一些人接受，也有许多著名思想家在尽力阐明问题的利弊。应该考虑当前的危机，还是未来的繁荣？是考虑爆发危机的条件，还是解决危机的办法？“有许多时候规则与先例不能随意打破，但在特定时期，也不能墨守成规。”难点在于打破了常规，就会出现新的先例、新的常规。著名货币学派理论家欧文斯通勋爵坚决反对危机时增加货币供给。但他不得不承认，危机会“产生对那种权力的需求，这是一种所有政府都应当拥有的，在紧急情况下和国家需要时，进行特定干预的权力。”在某一个场合，他甚至用了一个令人印象深刻的比喻来说明其观点：“有一个古老的东方寓言，它说你可以用一枚大头针去堵一个泉眼，但它一旦溢出，最终会冲走整座城市。”20世纪的弗里德曼和施瓦兹是欧文斯通式的货币主义者，都坚持应控制货币供给，也曾采用相似的比喻调侃拥护最后贷款人的观点：

对历史上银行危机的详细描述表明，到底有多少是依赖于某个或几个负责任的、愿意领导的杰出人物的出现……经济的崩溃常常具有累积的特征。当它在时间的坐标上移过了某一点，就会从自己的发展过程中重新获得力量……因为不需要什么伟大的力量来挡住引起山崩的岩石，山崩本身的破坏性就很大。

就像“囚徒困境”（prisoner's dilemma）所描述的情形一样，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在最后贷款人问题上也存在两难选择。中央银行一方面要拥有无限发钞权，阻止恐慌的蔓延；另一方面又要让市场机制提高其自身避免未来恐慌的能力。现实的问题必然重于未知的，今天的问题要胜过明天的。

《1844 年银行法》的颁布，代表坚持稳定货币供给的货币学派战胜了要求货币随生产与贸易增加的银行学派。两大学派都着眼于长期目标，而不是短期目标，也都不把增加货币供给作为应对危机的权宜之计。在起草《银行法》时，曾有建议赋予中央银行行使紧急权力的条款，甚至可以暂缓相关法律的施行，但这一建议最终还是被否决了。1847 年和 1851 年两次危机证明了暂缓法律施行、以增发货币作为最后手段是必要的。为此，议会进行了调查，以了解在每一次危机中法律是否存在不足之处。调查结果表明，法律中不应增设缓行条款。1857 年的危机中，票据经纪人成了无限制借款人，为了不使之成为可援引的先例，议会明确告知经纪人下不为例。规则是必需的，但在不得已的情况下也可以打破。这个原则已为大家广泛接受。因此 1866 年再次出现法律缓行之后，议会没有进行新的调查。

19 世纪 50 年代，杰利科（Jellico）和查普曼（Chapman）建议英格兰银行将其用于调整储备贴现率的数学公式写进法律。伍德批评他们对英格兰银行交易与交易规则的精髓一无所知。1875 年 6 月，财政大臣罗伯特·洛夫（Robert Love）提议赋予英格兰银行临时增加票据与证券交换的数量（当然是在一定的紧急情况下，包括在危机时），提高利率到 12% 及调整汇率的权力。6 月 12 日，方案提交并进行了第一轮讨论。但再未进行第二次讨论，并于同年 7 月撤销。苛刻的规则施行起来是很困难的。《经济学家》和沃尔特·巴杰特认为，应该由英格兰银行而不是商业银行自己持有储备，因为只有英格兰银行能帮助国家渡过危机。英格兰银行的前任行长汉克（Hankey）先生说：“这是我国货币或银行界至今讨论的所有观点中最有害的。这无疑是说，英格兰银行的作用就是随时准备为那些无法动用自有资产的银行家们提供货币。”但公众却站在巴杰特一边，实践也证明汉克理论的错误。如果繁荣时无法控制信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用的扩张，危机时至少应采取措施防止信用的过度收缩。

谁来担当最后贷款人

在前文中，我们已叙述了英国在谁应该成为最后贷款人问题上的犹豫不决。到底应该由政府发行财政票据缓解危机，还是由英格兰银行根据需要缓行《1844 年银行法》规定的限额，允许金融机构以罚息贴现其票据，抑或采取其他手段，如对某些特定的公司实行债务担保等。也许最好的回答就是留下这个问题，连同是否应该拯救及能否及时拯救的问题也留下，不必着急立即将之弄清楚。因此，英国《银行法》中就没有关于最后贷款人的明确条款，也没有明确的规定要求由谁担当这一使命。1825 年危机时，这个角色并不是由英国财政部承担的，而是由英格兰银行勉强承担的。1890 年危机时，英格兰银行和财政部都未承担这一角色，而是使用了担保工具。但英格兰银行逐渐承担起了最后贷款人的责任。艾尔弗雷德·马歇尔写道："（英格兰银行）的董事会已被海内外视为英国商业安全委员会了。"

19 世纪 30 年代，法兰西银行在法国创立，并开始承担解决危机的重任。但法兰西银行认为，除解决金融危机外，它还有其他责任，如保证银行券流通的垄断地位等。这一责任使得它在 1848 年放弃拯救地区银行，而将地区银行转变为法兰西银行的附属机构。因此各省对巴黎都十分畏惧，不断主张各地区银行也应具有发行银行券的特权。因为他们担心一旦出现危机，巴黎只会关心自己的需要，却忽视其他地区的状况。如拉·哈韦里（Le Havre）购买了一家银行后，错误地冻结了大量的工业贷款，如船坞信贷等，并在棉花价格下跌时冻结了对棉花进口商的贷款。1848 年哈韦里抵达巴黎游说法兰西银行，但结果却如他所言："收效甚微，法兰西银行毫无同情心。"法兰西银行拒绝对其提供抵押贷款，并宣称："法律禁止我们这么做，因为你不愿成为我们的一家附属机构"。

即便在撤销地区银行的过程中，法兰西银行仍对这个问题犹豫不定。美国的查瓦莱尔（Chevalier）认为，法兰西银行在 1810 年、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1818 年和 1826 年尚能自由兑现——最初两年是由雅克·拉菲特担任行长的，并尽力维护了商业的发展，但在 1831 年到 1832 年的危机中，却缺乏同样的勇气。1830 年法国大革命后，这一任务交由地方政府完成。各地的地区银行虽诚实经营却并不审慎，极大地威胁了本地区的金融稳定。当地的清算官员基于“公众利益高于财政部利益”的考虑，在咨询巴黎后，只对有疑点的票据提供贴现，避免了银行倒闭及由此可能导致的动荡。

在垄断了货币发行权，并将地区银行转变为法兰西银行的附属机构后，法兰西银行开始履行最后贷款人职能。法律规定它只能对三方背书的票据进行贴现，因此其主要任务变成鉴定可接受的背书人。全法国建立了 60 家贴现所（comptoirs d'escompte），各行业的贸易机构则组织了大量的子贴现（sous - comptoirs），囤积大量商品，并以此为抵押发行贴现票据。这样，在商人、子贴现所和贴现所签字的情况下，法兰西银行可以对它们的票据贴现，以此解决流动性危机。比切夫歇姆与古德史密（Bischoffsheim & Goldschmidt）会所的路易斯·拉菲尔·比切夫歇姆（Louis Raphael Bischoffsheim）曾嘲讽法兰西银行对三方签字的要求：“数量不是问题的关键，随随便便就可以弄成十方会签而不仅仅是三方会签。一份有效的背书胜过二十个无效的签字。”危机过后，大量的贴现所被银行家、商人和工业家所收购，转成为一般银行，其中最著名的当数巴黎贴现所，后来成为法国主要银行之一。

1868 年佩雷里的信用流动公司（Crédit Mobilier）未能获得救助。在这次危机中，法兰西银行拒绝对其票据进行贴现。这可以视为对外来人的报复，即曾在佩雷里手下工作过的罗斯柴尔德对佩雷里的报复。这也是对 1860 年意大利将该地区割让给法国后，佩雷里兄弟收购萨维伊（Savoy）银行却不将萨维伊银行的票据发行转让给法兰西银行的惩罚。这还可以视为是法兰西银行拒绝作为最后贷款人拯救破产机构的实例。卡梅伦（Cameron）指责法兰西银行为了罗斯柴尔德与佩雷里之间早在 19 世纪 30 年代的矛盾，而对佩雷里兄弟公司发起了袭击。

1882 年，法兰西银行和巴黎的银行家们再次放弃拯救通用联

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盟，但随后却挽救了巴黎贴现所。法兰西银行的批评者认为两者的结局存在天壤之别，完全是由于贿赂行为。一种较为理性的观点认为，七年中有两家大银行倒闭可能会彻底摧毁法国的银行体系。基于此种考虑，财政部长鲁维埃（Rouvier）采取了必要措施，对法兰西银行和巴黎的银行施加压力，要求他们对贴现所发放 1.4 亿法郎的贷款。而前章所述的通用联盟事件中，巴黎银行在 1881 年 8 月投机发展到顶峰时撤出，随后在 1 月的危机中，巴黎银行提供了 1,810 万法郎的贷款，该款项并不是用于拯救银行，而是让其有序清盘。由罗斯柴尔德和霍廷格牵头，包括贴现所和通用社会（但不包括邦托克斯在里昂的竞争对手——里昂信贷银行）组成的银团代表了当时的银行主流，实在无须区分法兰西银行与主要的私人银行和存款银行。

1763 年，在普鲁士，国王是最后贷款人。1848 年，包括普鲁士银行和普鲁士彩票局在内的普鲁士几大政府机构曾尝试帮助科隆的夏夫豪森银行，结果都以失败而告终，最终夏夫豪森银行被改组成一家股份制银行。在没有中央银行的情况下，1763 年、1799 年和 1857 年三次危机时，（汉堡）市政府、商会和银行以及所有主要的机构都加入到了拯救问题银行的行列中。

谁是最后贷款人？它又是何以知道自己是最后贷款人的？美国的经历有助于回答这些问题。在美国的第一国民银行和第二国民银行制度下，这些问题比较模糊。在每一次危机中，最后贷款人都是临时仓促决定的。许多情况下，财政部或者通过接受海关的收据（1792 年），或者将政府基金作为特别存款存于问题银行（1801 年、1818 年和 1819 年），或者通过放宽商业银行向国民银行支付硬币的要求等手段来帮助银行。由于 1833 年未能更新第二国民银行的执照，无论是 1845 年的法律通过前还是通过之后，财政部都更忙了。该法律禁止财政部将钱存在银行。但在危机时期，或在农作物收成变化引起银根收紧的时期，财政部往往不顾法律的规定，提前偿还利息及本金，或将钱存放于银行，并接受一般证券作为政府存款的抵押品，或者直接买卖黄金和白银。银行也习惯于在危急时刻向财长求助，以解决其季节性资金紧张问题。1872 年秋，时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

任美国财长的乔治·S. 鲍特韦尔（George S. Boutwell）充当最后贷款人，采取的办法有违法的嫌疑，即重新发行已退出流通的美元。一年后，他的继任者威廉·A. 理察德森（William A. Richardson）再次使用了这一办法。

财政部可以吸收存款资金，并用现有资金支付盈余部分，但在金属货币时代，它并不能创造货币。因此它还不是合格的最后贷款人，除非其在此之前已累积了大量的预算盈余。1907 年，财政部囊中羞涩，只能靠发行债券筹资，先后发行了总额为 5,000 万美元的巴拿马运河债券（可以作为国民银行钞票的抵押品）及总额为 1 亿美元利率为 3% 的财政债券，希望能藉此回笼市场上囤积的货币。最后，1 亿多美元的资金从英国流入美国，才解了围。这种手段非常极端。对 1857 年危机的分析说明，联邦政府无法进行有效干预，应该任由公众包括银行在危机的浪潮中自行沉浮。更糟糕的是，有时这种干预还很多，干预的时机也过早。

财政干预的复杂历史引出了一个问题，市场是否应该自我控制？如果是的话，如何进行控制？1910 年，国民银行体系阿尔德里奇（Aldrich）委员会的危机历史学家 O. M. W. 斯普拉格认为，银行应该自我监督是否有足够的储备满足各种要求。但哪些银行应该持有储备并不很清楚，也不清楚在法律没有规定的情况下，为什么要由它们来承担责任。是因为它们位高权重？或者是它们所需承担的其他义务？这里引用斯普拉格的几段话来说明为什么纽约的银行不同于全国其他的银行，有义务稳定整个银行体系：

在 1873 年危机之前，50 家纽约银行中的大约 15 家持有纽约所有银行的银行存款，其中 7 家占有存款总额的 70% ~80%。这 7 家就直接承担着维护这个国家信用制度正常运转的责任（第 15 页）。

必须记住，在缺少一个像其他国家一样重要的中央机构的情况下，相关银行是国家在金融危机时的最后依靠。国家的繁荣极大地依赖于它们的稳定与健康（纽约清算所 1873 年 11 月 11 日报告，第 95 页）。

我们银行体系的基本特点在 1890 年已经表明，任何非正常的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现金需求都要求国民银行提供未动用的资产追加储备。现实再一次使城市机构彻底明白，吸收其他银行的储备同样要承担重要责任（第 147 页）。

纽约的银行通常并不持有与其资产地位相当的储备（第 153 页）……外部银行、信托公司及外国的贷款人可能会同时收缩贷款，从而出现一种情况……即使重要的清算银行也没有做到审慎经营，保持大量储备（第 230 页）。

从其他地方我们也能看到，持有国家最后储备的银行承担的责任与其地位并不一致。尽管 1907 年危机爆发的准确时刻不可预测，但反常的贸易变动已有数月，因此虽然一般公众和一般银行尚无此意识，但这些主要银行早就该采取一些预防性措施了（第 236 ~ 237 页）。外来银行不会觉得应对本地的市场发展承担责任。在母国需要资金或它们对当地市场的发展有所怀疑时，它们自然会撤走资金。因此当地银行在任何时候都应当承担，至少应当部分承担外来银行的贷款，并为外来银行提供取走资金的权力（第 239 页）。

富有影响力的信用机构要被迫从事一些对自身及公众都有利的事情，这绝对是我们这种中央体制货币市场的缺陷（第 255 页）。

……纽约的银行家有一个共同的观点，认为要求他们将外来银行在纽约货币市场放款的收益及紧急清盘的收益汇出是不合理的……但纽约的银行家应该记住，从特权地位获取的利益是有代价的。伦敦形成了统治地位，因为人们知道那里的放款都是立等可取的。相应地，只要纽约不能满足合法的现金要求，不管这要求是如何不合理，纽约都难以承担作为本国货币中心所应有的责任，更不用说未来承担国际责任了（第 273 ~274 页）。

显然，斯普拉格认为市场需要一个“稳定器”。他认为即使遇到季节性调节，银行也要求助于财政部。这是它们的不幸，有人应当担起这个责任。但斯普拉格认为这个人不应当是财政部。那应当是谁呢？也许是最大、盈利最多的银行。但如果因此影响了它们的盈利性，那就太糟了。它们应当意识到季节性的货币需求变化，意识到城市银行之外的提款情况及国际收支状况。但不需要所有银行都承担这一义务，只需要对那些城外存款收取利息，或最大的，或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与股票交易所关系密切的，或纽约清算所主要成员的银行做到这一点。总而言之，没有中央银行，就应该由其他人、其他机构或其他集团来承担这一责任。

但纽约的大银行家得出的结论迥然相异。他们认为由于货币供给缺少弹性，所以才会出现困难，并落入了银行学派所谓的流动性陷阱。这是一种真实票据学派的观点（real – bills doctrine），其观点是，根据国内外商品流动的情况，贸易票据的收缩和扩张不会对货币供给产生影响，这可以通过在银行的贴现和在中央银行的再贴现完成。无疑“金融界的规则就像物理定律一样确定无疑，尽人皆知。”弗兰克·范登里普、莫伦·T. 亨里克、威廉·巴雷特·里奇利（William Barret Ridgely）、乔治·E. 罗伯斯（George E. Roberts）、依萨克·塞里曼（Isaac N. Seligman）和雅各布·H. 希夫等学者从1907年危机中得到的教训是，应该由中央银行提供有弹性的货币。

但责任究竟应落在谁的肩上，还不确定。不过，只要这种不确定性不会使市场迷失方向，也是有好处的，因为它会向市场传递一个不确定的信息，使市场在这个问题上不得不更多地依靠自救。例如在英国，有一个不太清晰的认识，即不应该设立正式条款确定最后贷款人，不过一旦出现危机，还应该有最后贷款人。英国政府的政治家和英格兰银行的银行家都想当然地认为，最好既不把权力全部赋予英格兰银行，也不把权力全部赋予政府，而是保持一种模棱两可的状态。原因在于，无论将权力正式授予英格兰银行还是政府，他们都会受到难以抗拒的公众压力。

如果将责任赋予一个集体，结果就会无人负责。如果仅由单一机构负责，它可能抵制不住政府要求其采取措施的压力。最佳选择应该是由一些志趣相投、相互协调、能够也愿意承担责任的人，形成一种垄断地位，通过施加强大的压力来制止欺骗和“搭便车”的行为。举一个距离现在较近的例子。1975年和1976年，在纽约的市政官员、工会、银行家、州和联邦政府之间利益出现了不一致，在到底谁担当纽约最后贷款人的问题上争执不下。此例足以说明高层对这一问题的认识有分歧，也足以让约克、布法罗、波士顿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和费城人不要放松自我纠正的警惕性。当然，最终还是采取了拯救纽约的行动。

从波尼利（Bonelli）对意大利 1907 年危机的描述中也看到了这种混乱。意大利社会银行倒闭，拖累了一批小型金融、商业和工业企业。大银行组织起来成立了一个基金。意大利银行很早就卷入危机之中，而且还陷得很深，几乎无法自拔。财政部在意大利银行行长斯廷格尔（Stringher）的催促下，终于加入了拯救计划，提前偿还国债利息，以减缓流动性危机。波尼利认为这是意大利银行和政府不得不都参与的情形，是经济运行十多年无人负责的必然结果。危机的部分原因还在于图林、杰诺、米兰和罗马之间缺乏足够的凝聚力，危机处理时出现了太多的不确定因素、互相推诿等问题。

有时候，这种不确定性是不可避免的。英国下议院委员会在 1846 年说："应注意到，要实现对经济形式的精确预见几乎是不可能的。"因此，"把政府的责任交与当时应当负责的人，由他们采取最适合的应急措施会更好。"但这又回到了一个基本问题，即罗伯特·皮尔（Robert Peel）伯爵在 1844 年 6 月 4 日的银行提案上的陈述：

我坚信我们的法律已采取了所有可采取的审慎措施，防止金融危机的再度爆发，但危机却不会因我们的预防措施而销声匿迹。如果需要有人勇敢地承担责任，我确信一定能找到这个人。

不过历史上有一个人在承担责任后遇上了麻烦，他就是时任纽约联邦储备银行的主席乔治·哈里森（George Harrison）。1929 年股市崩溃时，哈里森大开贴现之窗，甚至逾越了华盛顿联邦储备委员会的授权，10 月从公开市场上购进了 1,600 万美元的政府债券，11 月又买了 2,100 万美元。华盛顿的联邦储备委员会，因较早时本杰明·斯特朗（Benjamin Strong）（1928 年去世）在联邦储备体系的高压统治而对纽约联邦储备银行大为不满，因此当哈里森试图仿效本杰明的强力领导填补双方真空时，它毫不犹豫地进行了限制。在一个紧密联系的社会里，让是否有一个最后贷款人、应该是谁等问题模糊不清可能是最好的。但在 1929 年的大崩溃中，由于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

华盛顿和纽约的经验及对经济前景的看法存在差异，这种模糊不清的认识却导致难以推行有效的拯救行动。

1987 年 10 月 19 日危机后，美联储在新任主席格林斯潘的领导下，立即进行扩张性的公开市场操作，四处注入高能货币。为了应对 1997 年的亚洲金融危机、俄罗斯金融危机、1998 年夏长期资本管理公司的倒闭以及 1999 年的“千年虫”问题等，美联储向市场注入了大量的货币，这也导致了 2000 年和 2001 年美国股市的大衰退。

给谁，给什么？

巴杰特提出的规则是，只要抵押品充足，只要公众向他们提出了贷款要求，就应该让其得到贷款。1875 年，在《伦巴第大街》一书出版两年后的一次咨询中，巴杰特反对将最后贷款权授予政府的监督官团体，认为他们会把贷款放给“不适当的人员”。他们会屈服于政治压力，而英格兰银行已退出了政治界，不会屈服于政治压力。

巴杰特认为中央银行能够抵制政治影响的想法是幼稚的。关于抵押品的两难问题在于它充足与否取决于恐慌是否停止。只要恐慌继续扩大，价格就会进一步下跌，证券、票据、商品等抵押品的抵押价值也会快速下挫。在这种情况下，需要对借款人的清偿能力进行重新评估。据说，这正是 J. P. 摩根在放款时特别考虑的因素。银行家的悖论是只把钱贷给不想借钱的人。

通常，中央银行都有其规则，不能被轻易打破。例如 1913 年的《联邦储备法案》规定，只能用黄金和可转让票据，而不许用政府债券作储备来发行美联储票据和扩大活期存款，这就带来了一系列问题。如果轻易地打破规则，也会有问题。财政大臣保函的微妙之处就在于，它在打破规则的同时又维护了规则，不会为后来者开创先例，至少在一定时期内如此。法国的法兰西银行和帝国银行偶尔对三方背书的票据提供贴现，但也可凭借票据不可靠或借款和品质问题为由拒绝提供贴现。最后贷款人获得的这种终身自由处置

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权，可能难以永远保持客观。我们已提到，不少文献都记载了一些中央银行董事的贿赂诉讼案。1882 年，法兰西银行的新教和犹太教董事公布了通用联盟的基督教支持者，而 1888 年却没有公布票据贴现所的内部人。1772 年的危机中，英格兰银行发布了新的管理规定，拒绝对可疑票据贴现，这被视为试图摧毁阿姆斯特丹大量参与投机交易的犹太人贴现所的一种举动。随后，英格兰银行决定拒收苏格兰银行的票据，最后还决定停止所有的相关贴现，这些可能是“故意打击一群荷兰投机商的措施之一”。外部人尤其可能成为受害者。1930 年 12 月，美国银行在一片指责其过于激进的声音中倒闭，但真正让其倒闭的不是美联储而是银行辛迪加贷款。

为每一个人提供优质票据贴现机会的规则在英国缓慢地演变着。“不变的做法” 曾是伦敦对仅有两个月到期的票据的总称。但从 1793 年开始，这一称呼出现了新变化，曼彻斯特的贴现要求被拒绝了［同时被拒绝的还有奇切斯特（Chichester），因此导致了一家贴现所的倒闭］，而利物浦银行却得到 40,000 英镑的贷款。直至 1816 年 7 月，英格兰银行才打破陈规，同意在公司没有足够的伦敦票据的情况下，接受“那些毫无疑问信誉良好的国家证券。”

事实上，英格兰银行不仅对两个月期限的票据提供贴现，也开始对其他票据提供贴现。1816 年，它打破了自己不提供抵押贷款的规定，进行了“与正常业务毫无关联的交易”，以缓解斯塔福郡与互立克郡工业区穷人的困难。这一次英格兰银行还坚持沿用旧方式，只对体面人发行的票据提供贴现。但几年后，抵押贷款业务成了它的经常性业务，其理由是贴现的数量，特别是贴现收入已破坏了私人目的，而不是公共目的。有一段时间，英格兰银行甚至向西印度大农场的抵押贷款证券发放贷款。结果，这些贷款最终需要实行保全措施。在 19 世纪 50 年代，它还对英格兰一块未开垦的土地发放贷款，当时苏格兰和爱尔兰还不允许对土地放贷。这块土地未被抵押过，但附属于一位公爵，这说明抵押品与借款人的品性并非毫无联系。

随着铁路业的大发展，英格兰银行也发放了铁路抵押贷款。1842 年，第二次铁路投资高潮出现，英格兰银行对出现财务困难

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的公司发放了应急贷款，对信誉良好的公司发放了开发贷款。1852年，法兰西银行开始对铁路提供辛迪加贷款。因此，英格兰银行受到指责，即便铁路投机狂热不是由它引起的，至少也是由它推动的。沃尔特·巴杰特认为，英格兰银行的错误在于没有向铁路债券放款却对永久债券和印度债券放款，因为铁路比印度国王对意外事件冲击的抵抗力更弱。当然，印度债券是由殖民局担保的，实际上是英国的债务。

财政票据是以货物作为抵押的，就像汉堡的海军票据。克莱泛姆认为英格兰银行1825年发放的许多贷款实际上没有货物抵押，只由个人提供了担保。英格兰银行可以自由放贷。1847年，在短短几个星期时间内，英格兰银行通过各种形式发放了225万英镑的贷款，发放贷款的手段既有正常的也有特别的，包括以铜矿公司的股票为抵押，因此，它很自然地拥有了铜矿。

所谓规则实际上就是没有规则。贷款是不会发放给破产贴现所的，但也有例外，那就是为了避免伦敦市场倒闭而出现的破坏效应（1793年），或为了暂时支付新堡镇（这是一个经常爆发银行危机的小镇）的工资。除了雅克·拉菲特外，在美国银行家塞缪尔·韦尔斯1837年申请前，法兰西银行向任何人贴现的金额都未超过400万法郎，对塞缪尔·韦尔斯的贷款是一个例外（当然对雅克·拉菲特的贷款也是一个例外，但这事实上是一次政治贴现）。法国众议院无法放弃这么重要的一家银行，所以塞缪尔得到了1,500万法郎的信贷额度。在1830年的危机中，法兰西银行贴现债券的范围极广，包括皇家和市政债券、海关收据、伐木收据、巴黎市债、彩票局应付的运河债及其他债务等。

有些决定是比较容易做的，如是否对财政票据贴现；有些决定是比较难做的，如是否接受问题银行的问题抵押品。历史记录了无数个因得不到帮助而倒闭的公司，其1英镑债务甚至只能得到20先令偿付。有许多银行在第一次危机时得到了帮助，但在下一次危机中又倒闭了。埃文斯在描述1857年商业危机一书第241页的附录中，记录了英国1849年到1858年间破产的法庭记录。总地来说，这是一本令人心酸的读物，但其间也不乏警世故事。例如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1848 年，G. T. 布莱恩公司因英格兰银行拒绝调解而倒闭，1 英镑债务只得到了 20 先令偿付，不过，最终清算的结果比预期多了一倍。在书中还可以看到英格兰银行因一家破产公司 1 英镑只能得到 12.6 先令偿付，其余则无法收回，而要求向该破产公司开出票据的另一家公司——克鲁克斯汉克·梅尔维尔（Cruikshank，Melville）公司不得不破产。

历史的裁决并非都是有益的。较早前，我们曾提到 1836 年秋，英格兰银行先是拒绝帮助三家名称以 W 打头的银行（威金斯、威尔逊和威尔茨），又在 1837 年 3 月大发慈悲，向它们提供贷款。安德烈亚斯（Andréadès）认为英格兰银行的举动很大胆，不必为此后悔。但克莱泛姆的观点却与此相反，认为英格兰银行在放款时优柔寡断，导致了威金斯银行和威尔逊银行 5 月份的倒闭，威尔茨银行随后也破产了，结果出现了一个长达 14 年的债务故事。不过马休斯认为，英格兰银行为避免它们停业，在不抱希望的情况下向三家银行提供帮助，是由于判断错误，但它们操作的原则是正确的。

何时，多少？

“太少、太迟”都是经常听到的可悲词句。它不仅出现在中央银行的字典里，而且在所有经济活动中都会出现。但究竟多少才是合适的，何时出手才是适时的呢？

巴杰特的规则是只要愿意承担罚息就可自由放款。当然，自由放款仅指对信誉良好的借款人，并具备优质抵押品而言，必要时也可以有例外。这一规则还意味着，中央银行在危机时期不应仅采用权宜之计。1772 年初，英格兰银行曾试图选择性地限制贴现，制止过度交易，结果遭到了批评。1797 年，英格兰银行开始按比例贴现，福克斯韦尔（Foxwell）认为英格兰银行在 1809 年又进行了一次按比例贴现。当中央银行认为承兑过多时，另一个解决方法就是提高抵押品的合格要求，把合格票据的期限从 90～95 天缩短到 60～65 天，或者要求增加签名的数量。1783 年 5 月，英格兰银行对自己的客户贴现过多，违背了正常的做法，当年就拒绝对政府债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

券的认购放款。克莱泛姆评论道，很幸运当年夏天没有出现引起恐慌的公共或私人灾难，因为英格兰银行满足货币需求的能力已受到限制。这应当是担心自己安全的私人银行的行为，不应当是考虑系统安全的公共银行的行为。

假设最后贷款人不是通过再贴现机制，而是采用公开市场操作，它应该增加多少货币供给？1929 年 10 月的 1.6 亿美元，加上 1929 年 11 月的 2.1 亿美元是否足够？按纽约联邦储备银行的观点是不够。但根据美联储的规定，纽约银行每星期只能买入 2,500 万美元的政府债券，而纽约联邦储备银行却违反了这一规定，仅在 10 月就买入了 1.6 亿美元。11 月的前两个星期遵照规定，但在 11 月 12 日却向委员会建议取消一星期 2,500 万美元的限制，并建议授权公开市场投资委员会购进 2 亿美元。几经协调后，委员会在 11 月 27 日才勉强同意。11 月 27 日至 1930 年 1 月 1 日，美联储共买入 1.55 亿美元。至此，市场贴现迅速减少，利率急剧下降，对最后贷款人的需求也告结束。

弗里德曼和施瓦兹等货币主义者对最后贷款人的态度并不清晰。他们俩引用了巴杰特不要让恐慌饥渴的话，似乎是同意这一观点。他们认为纽约联邦储备银行 1929 年 10 月买进 1.6 亿美元的举动是及时、有效的，尽管仍较温和地批评了哈里森的观点，即公开市场上的购买使股票交易所能继续开张。但弗里德曼却反对所有贴现行为，他认为股票市场的崩溃不是造成萧条的原因。有一种超货币主义的观点认为，公开市场操作是造成 20 世纪 20 年代恢复信用膨胀的主因。不过，大多数货币主义者认为只要货币供给维持不变，就不需要最后贷款人。而我相信，1929 年 10 月中到 11 月底的公开市场操作是不足的。它使纽约的银行体系能接过外埠银行抛出的贷款，但却要减少对商品与购买的信贷，从而不仅拉低了股票价格，也拉低了商品、住房和土地的价格，引发了大萧条。

格林斯潘领导下的美联储在 1987 年“黑色星期一”的危机中对时机的掌握是无可挑剔的，同样在 1998 年 9 月，其为帮助美国资本市场避免长期资本管理公司崩溃所做的努力也是恰当的。

时机的掌握是一个特殊的问题。当经济发展到顶峰时，必须减

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

慢速度，同时又要不引发危机。当危机出现时，应适当等待破产的公司关闭，但又不能等得过长，让危机扩散，影响到需要流动性的健康企业——诚如克莱泛姆所言："延缓游泳健将的死亡。"1857年12月4日，在一场关于保函辩论会的演讲中，狄斯勒里引用伦巴第大街一家最大贴现所老板的话说："如果他不得已私下得到一些消息，政府在极端压力下，将会实行干预，他当时就会放弃坚持的念头，正是政府的默许支持他继续经营下去。"当然，内部人得到私下消息对外部人而言是否公平是另外一个新问题。这一段评论说明了时机掌握的重要性。但太早、太多是否比太少、太迟更糟糕，是难以确定的。

1857年美国财政部拯救市场的手段就出台得太早，结果造成了经济的进一步膨胀。而在应对1873年危机的反应又太迟了，在上半年竟然未采取任何措施。斯普拉格所说的"清算所不幸延迟"是指当局在1907年危机后干预得太慢，让事情拖得太久。这种情况在美国内战之后再未发生。

如果承认最后贷款人在投机性的繁荣之后存在的必要性，并相信限制性的措施不可能将增长控制在最佳速度内，而又会不引起崩溃，那么最后贷款人就在数量与时机上面临两难处境。这种困难在公开市场操作上比贴现窗上更严重。在贴现窗上，巴杰特提出最佳的处理办法是：通过健康的贴现所及良好的抵押品市场，按惩罚利息发放市场可以接受的数量。而在公开市场上，当局就要自己决定了。不过，巴杰特认为不让市场饥饿的观点无疑是正确的。在系统处于抢夺信用的状况下，多总比少要安全。过多的量之后总能消化掉。

但时机的选择却是一门艺术。这等于什么也没说，但也什么都说了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十二章　国际最后贷款人

从金融发展史中可以发现，有时候，通货紧缩的压力会从一个国家传递到另一个国家，这是提出国际最后贷款人理论最为直接的论据。危机的传导通常伴随着汇率的变化，包括采用钉住汇率制的货币贬值，以及不采用钉住汇率制的货币贬值。1992 年，芬兰马克的贬值就曾传导到瑞典，后者是芬兰在制造业、木材销售及其他产业的主要竞争对手。1997 年下半年，泰铢、马来西亚林吉特及韩元等东亚国家货币出现了严重贬值，给美元带来了巨大冲击。20 世纪 90 年代，日本对外贸易顺差不断增加，使其贸易伙伴国（如美国）的货币面临巨大的贬值压力。

国际最后贷款人的一个显著问题就是没有国内交易对手。各国都发行其本国货币，有独立的中央银行，货币汇率的调整不可避免。有时候，货币汇率的调整是必需的，当一国寻求通过国际贸易获得更大发展时，必然会伴随着低通货膨胀率。外国货币贬值总要好过本国货币币值高估而带来的失业率上升。有时候，货币汇率的变化是由结构性冲击（structual shock）引起的，如科技进步致使其出口锐减、初级产品价格变动、工业化程度较低国家的劳动生产率提高等。有时候，汇率的调整并不是必需的，但却实实在在地发生了，因为这是一种成本相对较低的政策工具，并能实现促进国内就业，实现经济发展的目的。

有时候，汇率变化是为应对冲击而不得不作出的调整，这种调整的代价是高昂的。一国货币“被高估”通常意味着货币汇率高于长期均衡的汇率水平，这会对该国对外贸易账户产生负面冲击。与之相反，一国货币“被低估”意味着该国货币汇率水平低于其长期均衡的汇率水平，这可能会为其带来物价上涨压力。此外，一国汇率水平的快速贬值经常会造成该国大量企业和银行倒闭。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大量历史事件显示，货币高估通常都会导致货币快速贬值。而货币高估与货币低估的分界点经常是跨境资金流动转向的结果。当然，为控制货币高估或货币低估而出现的机构创新和政策工具创新能够促进全社会经济福利水平的提高。

国内最后贷款人的首要任务是避免流动性不足演变为挤兑，避免银行在流动性不足时出现破产。国内最后贷款人相当于站在跷跷板上找平衡，一端是拯救由于风险投资、经营不善而濒临破产的金融机构；一端是拯救这些金融机构的竞争者，避免它们因为挤兑出现的资产价格下跌而破产，避免出现通货紧缩。而国际最后贷款人的首要任务则是在货币汇率出现突然变化时，提供必要的流动性，平抑价格波动。

国际信贷（International Credits）至少已经有四百年的历史，借款人包括一国政府（它们可能通过国际信贷筹措资金），也包括私人银行家（他们可能通过国际信贷获得资金以应对大额资金需求）。20 世纪 20 年代，随着第一次世界大战的结束，黄金生产受到了很大影响，各国政府以及私人的黄金需求显著增长，全球第一次出现流动性短缺危机的征兆，或更确切地说，是出现了货币黄金危机的征兆。随着奥匈帝国的覆灭，新成立的中央银行可能带来更多的货币黄金需求。当时的国际联盟召开了一系列应对国际流动性短缺的峰会，确定各国中央银行将大部分储备资产转变为英镑、美元或其他国家货币标价的债券，而不再单一地持有黄金储备。

20 世纪 40 年代成立的国际货币基金组织也为各国政府提供了一系列储备和信贷安排，并帮助其成员国应对汇率危机。国际货币基金组织成立的初衷在于避免各国采取“以邻为壑”的政策行为而导致共损。在两次世界大战之间，很多国家采取破坏性的竞争行为，最终导致了全球性的流动性危机，成为第二次世界大战爆发的原因之一。如有的国家可能采取汇率政策和贸易政策来促进本国就业，这一政策组合促进其国内就业的同时也会伤害其他国家的利益，当一国加入了国际货币基金组织后，其只能依照本币的市场价格，在一定范围内调整汇率，在大幅度调整汇率前必须征得国际货币基金组织的允许，这就大大减少了各国仅从本国利益出发的随意

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性行为。各国通过上缴股本成为国际货币基金组织的股东，国际货币基金组织将这些上缴的黄金和外汇作为自己的储备。各成员国在面临支付危机时，可申请向国际货币基金组织借款。

一国货币贬值会提升一国商品的国际竞争力，削减本国对外贸易逆差。但这一过程可能是长期的，因为企业提高其生产能力，制造出更多具备出口优势的产品需要一段调整时间。因此，在短期，一国货币会因供求结构的变化和贸易逆差的增加而快速贬值，直到达到新的均衡水平。在调整过程结束前，注重短期利益的外汇交易商们会大肆进行投机行为，加快货币贬值。

一国货币被低估和被高估是跨境资本流动的必然结果。当外汇交易商利用这一流动获利时，货币偏离其长期均衡水平的情况就会更加严重。近年来，投机性外汇交易更是屡见不鲜。新生代经济学家们用“不稳定的投机行为”来描述这一市场行为。

有时候，经济环境会促使货币币值调整；有时候，经济环境并不配合货币币值的调整。由于墨西哥经常账户恶化严重、难以为继，1994～1995年，墨西哥比索快速贬值。墨西哥政府希望通过比索的贬值，使墨西哥经常账户逆差占GDP的比重降至3%～4%左右。比索贬值对墨西哥国内储蓄、政府的财政赤字以及总产出都产生了深远的影响。当这一冲击出现时，大量资本逃离墨西哥，其经常项目逆差与GDP的比率一度达到10%～12%，对墨西哥经济造成了沉重的打击。

2001年，阿根廷也有着类似的经历，其本币阿根廷比索的贬值更为严重。1997年夏，韩元一度贬值三分之一，但在危机之前，韩国经常账户状况良好，经常项目逆差仅占GDP的1%。印尼盾在亚洲金融危机中被高估得更加离谱，也经历了猛烈的下跌。

我们已知本币的高估与低估只是资本流动导致的短期现象，但它们会对本国经济造成永久性冲击。分析人士指出，一种货币达到新的平衡之前之所以能够带来如此巨大的影响，一个重要原因就是人们常常忽视本币高估或低估的影响。

当货币价值偏离其长期均衡价值时，国际最后贷款人会出面干预，促使其回归长期均衡水平。历史表明，如果没有国际最后贷款

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人，就像1873年、1890年和1931年危机时的情形，危机之后的萧条将持续更长、更久。

但引出国际最后贷款人的一个关键问题是确定其法律框架，并制定相应规则，规范其行为。在并不存在单一世界货币的情况下，国际最后贷款人在只有国际储备和支付账户盈余的情况下，如何满足危机国的需要，向其发放巨额的某种货币贷款。从历史中我们可以推导出，国际最后贷款人提供的是硬通货，或少数几个国家的货币。

20世纪30年代，世界仿佛进入了债务——通货紧缩怪圈，四处弥漫着企业破产、银行倒闭、物价下跌的悲凉气氛。当一家企业破产时，它会清理其库存，这将拉低物价水平，并导致同行业企业市场价值的下跌。企业破产导致银行出现大量坏账，银行开始惜贷，由于它们担心借款人未来的资信状况，在贷款到期时拒绝继续发放贷款。商品价格的下跌使得名义利率很低，实际利率水平却很高，这大大抑制了投资热情。

20世纪90年代末，日本也陷入了债务——通货紧缩怪圈，其年通货膨胀率为-1%，大量企业破产。亚洲金融危机和香港回归大陆，也使得香港进入了为期六年的债务——通货紧缩怪圈，当时亚洲其他国家的货币都出现了大幅贬值，大大削弱了香港企业的出口竞争力。

国际最后贷款人与国内最后贷款人有显著区别，主要在以下两方面：第一，国际最后贷款人所处理的危机一般与汇率变化有关；第二，国际最后贷款人的处理方式更加灵活。国际最后贷款人也存在双重政策目的，一是帮助成员国解决其流动性危机问题，防止汇率变化导致经济基本面恶化；二是促使货币汇率回复到其长期均衡水平上。在1999~2000年，阿根廷只能靠国际借贷延缓汇率回归到均衡水平的过程，避免对实体经济造成损害（阿根廷本币贬值后，阿根廷不断疏远其放款人，只愿偿还贷款的四分之一）。即便一国货币汇率必须调整，国际最后贷款人也会尽量减小货币被错误估计的范围，以使其尽快回归长期均衡价格。最终，不得不作出是否对本币进行调整的决定，一国的财政账户赤字状况也会随经济景

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

气周期和大宗商品价格进行调整，可能会出现奇迹，也可能会有幸运出现。

将国内最后贷款人与国际最后贷款人进行类比会很困难。因为当本国货币汇率发生变化而引致危机时，很难找到能与国际最后贷款人类比的国内最后贷款人。通常，国内最后贷款人不会为没有清偿力的机构提供贷款，除非这家机构面临的困难是暂时的，且得到存款保险机构或其他政府组织的担保。很多国际性金融危机都伴随着本币币值的变化，以及某种货币被严重高估等。问题在于确定何时政府应该调整其本币价值，因为在布雷顿森林体系下世界银行仍然秉持长期均衡汇率水平这一标杆。当一国有能力对其汇率水平进行调整时，国际最后贷款人需要决定何时提供资金给该国，以应对其货币汇率的变化。

在过去 35 年间，金融危机发生得越来越频繁，强度也越来越大。随着国际最后贷款人作用的发挥，金融市场的波动也被熨平。让我们看一下过去发生的几次主要的危机事件：

1982 年墨西哥、巴西、阿根廷金融危机

1992 年英镑、意大利里拉及其他欧洲国家的货币危机

1994 年墨西哥比索危机

1997 年泰铢、马来西亚林吉特及其他亚洲国家的货币危机

1998 年俄罗斯卢布危机

1999 年巴西雷亚尔危机

2001 年阿根廷比索危机

美国的帮助缓解了 1995 年的墨西哥比索危机。国际货币基金组织也在泰国、韩国、印度尼西亚及菲律宾危机的解决中贡献了力量，作为国际最后贷款人，国际货币基金组织在这些国家本币贬值时为它们提供了大量国际信贷。在 1998 年春，俄罗斯也接受了国际货币基金组织提供的大量援助，虽然当时卢布危机似乎是无可挽回的。同样，在 2000 年秋，阿根廷也接受了国际货币基金组织的大量援助，但从当时的情况看，要扭转阿根廷比索兑美元的跌势只能祈祷奇迹发生了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从历史角度看国际金融危机

中央银行史区别了货币的内部流失与外部流失。外部流失可以通过提高利率进行抑制，英格兰银行甚至可以将利率提高1%而把“月球上的钱都吸引过来”。但这一措施的推行往往会有时滞，即利率提高与资金流向国内之间会有时间差。如果投资者将提高贴现率看做该国经济虚弱的表现，他们不仅不会买进，甚至会抛售当地货币，此时就需要继续提高利率水平，方能解决货币外部流失的问题。有时，仅仅依靠提高利率并不足以改变经济失衡，可能政策滞后期很长，而政策本身又必须具备一定的时效性。这时可能需要采用其他一些办法，如通过其他非市场渠道获得信贷支持，以避免货币快速贬值。中央银行可以向其他中央银行借款，或者当地企业卖掉境外资产，并将收益汇回。

何种政策是合适的公共政策，能够降低国际金融危机爆发的可能性，并在其爆发时将危害降至最低？在1846～1848年的金融危机中，所有欧洲债券的价格都出现了大幅下跌，一些债券跌幅甚至达到75%。罗斯柴尔德银行在巴黎、维也纳和法兰克福的分支机构都面临破产的威胁，最终，幸亏伦敦的纳桑·罗斯柴尔德获得了其纽约代表贝尔蒙特的私人援助。贝尔蒙特将白银从美国运往伦敦，分给罗斯柴尔德兄弟的公司。中央银行通过维持低利率提供了某种程度上的帮助。在纽约公司的协助下，纳桑作为最后贷款人化解了这次危机。20世纪30年代，纽约的保罗·菲利克斯以同样方式为他们在汉堡的兄弟麦克斯·沃波提供了约9,100万美元的私人帮助。

最后贷款与借款问题主要集中于中央银行提供现金的能力上。据我所知，第一次中央银行借款发生在“九年战争”期间，1694年，英格兰银行在与荷兰的通洲公司签订了200万吉尼贷款的合约，用以帮助英国财政部汇款到欧洲大陆，支持军队及盟军。但这还称不上真正意义上的最后贷款。

此后的几年（1695～1697年），阿姆斯特丹继续帮助英格兰银行购进它在欧洲大陆被拒绝的汇票。为此，荷兰要求10%的利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率——巴杰特称之为罚息。但这毕竟还是生意，不是提供公共产品，所以也算不上提供最后贷款。

1763 年危机时，英格兰银行和伦敦的私人银行家发放的信贷数量超过了繁荣时期，以帮助处境困难的荷兰商业银行。它们在 8 月运送了 5 次黄金，9 月运送了 2 次黄金。另外，英格兰银行和其他银行还推迟了票据兑付。威尔逊（Wilson）认为，这些举动并不是纯粹的利他主义。相反，英国人认识到其经济繁荣依赖于荷兰经济，荷兰危机的加重会切断英国的资金来源，因此这是一项务实的政策。

1772 年危机于 1773 年 1 月达到了顶峰，英荷之间的贸易陷于瘫痪。阿姆斯特丹市场一片愁云惨淡。威尔逊说，只有英格兰银行才能挽救这座城市。1 月 10 日，一个星期天，英格兰银行决定继续营业，允许银行用票据和政府债券兑付硬币。大量金块被装上小艇，据说一位荷兰银行家一次就兑换了 50 万英镑的硬币。同时，英格兰银行拒绝兑付可疑票据，这使许多阿姆斯特丹的犹太人贴现所停业。同在这次危机中，俄国的加德琳女皇则向她最好的客户——英国商人提供帮助。这是多次危机中，沙皇首次向西欧伸出援助之手。

此后的 18 世纪及拿破仑战争时代，类似的国际互助鲜有出现。1828 年危机时，甚至传说法兰西银行准备加重英格兰银行的困难。克莱泛姆坚持认为这是一个谣传。他认为法国是国际金融合作的早期参与者，曾将黄金运往伦敦换取白银，因为伦敦的黄金价格（15.2:1）高于法国（14.625:1），这样的交换对其有利。不过，1825 年 12 月 19 日星期一，法国通过罗斯柴尔德贴现所运达 40 万英镑（多数为金币），对英格兰银行的帮助非常及时，因为在经过了星期六的挤兑高峰后，英格兰银行的金库已所剩无几了。

1836～1839 年爆发了长时间的危机，英格兰银行数次从法兰西银行和汉堡市得到资金援助。第一次它从法兰西银行提取了 40 万英镑。1838 年它安排了信贷额度，1839 年它通过巴林兄弟公司和其他 10 家巴黎银行作为中介，在此额度内提取了 200 万英镑；在汉堡的另一个类似的信贷额度中，也取到了 90 多万英镑的黄金，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然这个安排也帮助了汉堡，因为汉堡需要白银。1838 年，英格兰银行，而不是一般的黄金交易商，向美洲运了三船共 32 万枚金币，随后又运了两船共 36 万枚金币。克莱泛姆认为英格兰银行的行为是没有先例的，他鼓励美国银行家在 1838～1839 年间增发债券，这是有害的。不过他也承认英格兰银行已聪明地意识到，英国与美国之间的利益是紧密的。

根据法国资料记载，法兰西银行曾在 1846 年下半年向英国资本家借了 2,500 万法郎。英国资料却记载，这一笔钱是 1847 年向英格兰银行借的。当时，沙皇俄国提出按 3% 的利息购买 5,000 万法国法郎，帮助法国（和英国）大量进口急需的小麦。由于法国将这笔钱的一半用于偿还英国的贷款，英国也因此而受益。时任英格兰银行行长的帕尔默（Palmer）在议会选择委员会作证时说，与美国、汉堡、阿姆斯特丹和巴黎的主要银行达成谅解比运送黄金更有利。

但中央银行间的合作得到的并非全是赞誉。瓦伊纳（Viner）说，英格兰银行 1836 年向法国寻求帮助，无疑是很不情愿的，在两国关系并不特别友好时，这种做法被英国视为耻辱。特别是“据报道，第尔斯（M. Thiers）的追随者们一面吹嘘法国人的大方，一面又建议以后绝不能再这么大度。”托马斯·托克（Thomas Tooke）认为，贷款是“败坏名声的利益”，“近乎国耻”。而在海峡的另一边也不仅仅有自豪。有人批评法兰西银行不负责任，竟然在对方国内求助无门的情况下牟取利润，而不是提供帮助。

19 世纪 50 年代，共同应对危机的国际间合作行为减少了。克莱泛姆说英格兰银行在 1857 年 11 月就曾考虑与法兰西银行共同行动，但他却对行动内容只字未提，行动也毫无结果。也许最有意思的行动是 12 月援助汉堡的西尔伯兹恩（Silberzng）。大家也许记得，汉堡是那场席卷纽约（和俄亥俄）、利物浦，再到欧洲大陆，特别是斯堪的纳维亚的大危机的最后一站。12 月 4 日，汉堡议会决定成立一个总额为 1,500 万马克的基金，包括 500 万汉堡债券和 1,000 万银币，资金来源主要通过海外筹集。接下来的任务就是借款。从伦敦的罗斯柴尔德、巴林和亨姆布罗斯，到巴黎的傅尔德，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

甚至到阿姆斯特丹、哥本哈根、布鲁塞尔、柏林、德勒斯登和汉诺威等金融机构都收到了借款申请，但却都被拒绝。傅尔德的答复是：“你的信息不够清楚。”柏林回答：“在金融领域，布鲁克和凯撒都不够强大。”12 月 8 日，正当除海恩之外每间汉堡的贴现所都濒临破产，船长们担心得不到贷款不愿载货时，维也纳传来了消息，他们愿意负责所有的贷款，不久一辆辆载着白银的火车便抵达了。

在早期的记录中，白银从火车上搬下，用白银向主要银行放款，包括梅克（Merck）、高德福里（Godeffory）、贝伦伯格（Berenburg）和高斯勒（Gossler）等公司，再加上五家较小的银行。12 月 12 日，市场得知白银充足，恐慌自然停止。有些公司，如多勒（Donner）初始得到了 70 万马克的信贷额度，结果由于市场信心恢复，其对这笔钱分文未动。鲍姆（Bohme）详细描述了这次危机，他说许多年后，无论是汉堡人还是非汉堡人，一谈起有关交易，当时的景象还历历在目，一读到有关文章，还会感觉毛骨悚然。英国的外交报告披露了援助行动中的政治考虑。汉堡的英国领事提到，由奥地利援助而不是普鲁士对英国来说是幸运的，因为这样一来汉堡就不会因受压力而加入普鲁士的关税同盟。12 月 29 日从柏林送来了一份报告，附有曼特菲尔（Manteuffel）伯爵对汉堡声明的译本，他解释了柏林无法提供援助的原因。原来实力不足的说辞换成了各种拙劣的解释，这更说明了一点，柏林失去了一个千载难逢的机会。

汉堡恐慌的平息也大大减轻了斯堪的纳维亚半岛的压力。一项明确的国际官方援助，应该是英格兰银行在 12 月 18 日对挪威政府本票所发放的一笔贷款。它用于支持英格兰银行持有的挪威贴现所的过期票据。

1860 年 11 月，美国内战爆发，恐慌从巴黎和纽约吸引走了大量金币。法国不愿提高贴现率，市场上的金银比价变大，为此法国用价值 200 万英镑的白银向英格兰银行兑换了价值 200 万英镑的黄金，但这不足以扭转严峻的形势。所以法国在 1861 年以高于输入点的价格从伦敦购进黄金。由于还需要更多的黄金，法兰西银行通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过罗斯柴尔德公司和巴林公司在伦敦发行了总额为 200 万英镑的票据。

1873 年的危机中并没有出现国际性行动，却发生了两件很有趣的事，足以说明中央银行交易时的政治敏感性。在 1872～1873 年的书信中，英格兰银行提到并否认了一个“荒谬的谣言”，即它曾考虑向法兰西银行申请贷款。11 月的第二周，普鲁士银行（1875 年成立的帝国银行的前身）行长给英格兰银行写信，表示无论是现在还是将来任何时候都愿意提供黄金贷款（克莱泛姆早前评论说，德国当时有点被胜利冲昏头脑，柏林有点像伊索寓言中自我膨胀的青蛙）。英格兰银行很有礼貌、也很明确地拒绝了：“英格兰银行现在不需要，也从未需要过此类帮助，以后应该也不会需要，感谢您热情的安排。”克莱泛姆补充说，这种暴发户式的建议对英格兰银行行长来说，不啻为一种侮辱。

1890 年，由于意识到巴林财务状况披露后可能会引发危机，威廉·利德代尔从两方面着手防备。除国内担保外，他安排俄罗斯政府放弃从巴林提取 240 万英镑的存款，并安排法兰西银行和俄罗斯国家银行分别提供 300 万英镑和 150 万英镑的黄金贷款。利德代尔告诉法兰西银行行长，英格兰银行利率的正常变动可以及时吸引黄金，但在突如其来的风暴下，采用非常规措施并不是什么败坏名声的事情。毋庸置疑，利德代尔和伦敦城并不甘愿向法国和俄罗斯要求帮助，克莱泛姆提出：“如果出于某种政治、金融上的理由，他们不同意借钱怎么办?”

第一次世界大战前，国际间援助的这种敏感特点在 1906～1907 年的一次危机中表现得最为明显。当时曾出现不少争论，争论的焦点不在法兰西银行是否帮助英格兰银行，因为当然它确实进行了援助，而在于英格兰银行是否提出过援助要求，及如果没有提出此类要求，法兰西银行的举动是否主要出于自身的某种目的。萨伊（Sayer）在描述 1890～1914 年的英格兰银行时，用“大陆对英格兰银行的所谓援助”作为章节名，并认为英格兰银行没有提出要求，说明这个问题是很重要的。在该章节中，他还引用了 1906 年 9 月《经济学家》的文章：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有人说法兰西银行为对付美洲的黄金需求而帮助英格兰银行……但绝不应该因此认为英格兰银行真的是为了让美国投机商能轻易得到黄金，而使自己受辱。

1907 年秋，法兰西银行又向伦敦运送了价值 8,000 万法郎的美国金币。法兰西银行 1907 年的报告中提到，两次事件都是其决策的结果。法国杂志还引述了其中的原因：让英格兰银行摆脱提高贴现率的压力，这意味着英格兰银行提出过援助要求。英国的资料却强调英国方面从未有过此类声明，就像 1890 年的情况一样，是法国希望降低英格兰银行的贴现率的结果。《时代》杂志的财经编辑后来写道：

（英格兰银行）显示的决心终于迫使法兰西银行不得不承担部分国际责任，向伦敦运送了价值 300 万法郎的黄金，而不是向美洲，因为它知道伦敦是可以收回黄金的地方。一般人认为这是英格兰银行提出的要求，实际上这是误解。

另一种观点认为，1906 年、1907 年、1909 年和 1910 年在伦敦市场上进行的英镑票据与黄金的交易中，实际上已经出现了法兰西银行的公开市场操作。但巴黎的公开市场操作直到 1938 年才开始。

伦敦与巴黎：国际金融中心

学习经济史的欧洲学生通常认为，从 19 世纪初至 1914 年，伦敦一直是世界的金融中心，而巴黎、柏林、法兰克福、纽约和米兰也是相对较小的金融中心。

德国的一位观察家指出："英国对资本输出的垄断地位一直延续到 1850 年，然后法国进来了，将资本出口服务于国家政策，并为更大的商业利益及新开拓的市场服务。"考虑到 19 世纪 50 年代的情形，这种观点能够得到一定的支持，巴黎的确在世界货币体系中发挥着举足轻重的作用。范·弗莱克（Van Vleck）在描写 1857 年的危机时，写道："正如法国是 19 世纪上半叶欧洲的政治神经中枢一样，它也是 1850 ~ 1857 年经济周期波动的辐射中心。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济周期的中心未必就是金融体系的轴心。更准确的说法应该是，1820 年到 1840 年期间，巴黎帮助伦敦完成了在波罗的海地区、俄罗斯、中国、拉美和美国等地区的世界性支付清算体系建设后，于 1850 年至 1870 年成为"欧洲的第一外汇中心"。如果这种观点正确的话，普法战争似乎改变了这种状况。巴杰特说：

可以说自普法战争以来，我们持有了整个欧洲的储备……所有的大团体常常并不需要支付大笔现金，为此要有地方储存现金。从前欧洲有两个地方，一个是法兰西银行，另一个是英格兰银行。但自从法兰西银行停止兑付黄金后，它贮存黄金的作用就终止了。没有人能保证法兰西银行开出的支票一定能兑付成黄金或白银。因此，国际支付的整个责任就落到了英格兰银行身上……所有交易越来越集中于伦敦。从前，巴黎不管怎样都是欧洲的结算所，现在却不是了……因此，伦敦已成为欧洲唯一的大结算所，而不再是以前的两个之一。伦敦有可能保持这种优势，因为这是一种自然的优势……巴黎的优势部分是由于政治力量的分配，但已经被打破，而伦敦的优势是建立在正常的商业过程之上，是非常稳定、难以改变的。

1910 年，这一观点在大西洋彼岸的美国也得到了响应。当时，斯普拉格解释英格兰银行在 1907 年提高利率并不是为抑制黄金流往美国，而是为了保证支付到期的其他国家对美国的债务。由于伦敦是世界的货币市场中心，它不得不提高利率，以免为流向美国的所有支付融资。

但也有不同的观点。在讨论意大利与 1907 年危机的关系时，波尼利断然认为巴黎是控制世界流动性的真正中心。一位研究第一次世界大战前国际金融态势的学生认为："如果短期利率相对最低是实力的表现，本研究认为巴黎在 1914 年之前应是世界最强的金融中心。这种结论似乎与认为伦敦是世界货币中心的一般观点相抵触。"摩根斯坦试图将巴黎在资本充裕上的地位与伦敦配置资金的作用相区别，以调和各种观点间的分歧。这种区别似乎很牵强。每个中心都有其主要客户：意大利、俄罗斯是巴黎的，美国和法兰西帝国本身是英国的。而中间国家如比利时、荷兰和德

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国更大程度上是伦敦而不是巴黎的。此外，尽管伦敦在 1900～1909 年从巴黎吸引了不少资金，但它的放款是全球性的，而并不局限在与它有关系的国家。整个问题凸显了两国之间的竞争及国际金融的政治敏感性。

第一次世界大战后的最后贷款人

在 1920～1921 年发生的金融危机中没有最后贷款人。经济的复苏部分是靠浮动汇率机制起作用，因为在国际收支不平衡和资本外流引致危机时，很多欧洲国家的货币都出现了贬值。国际产品价格提高，可能缓解将真实库存换成货币引起的价格下跌。但这种激烈的通货膨胀性的刺激也可能引起另一种危机——将货币转成商品，导致恶性通货膨胀。1923 年，在中东欧很多新独立的国家都出现过这一情形，这些国家原本是奥匈帝国的一部分，走上独立道路后，却面临边界争端和税收手段不足等种种问题。保罗·艾德曼（Paul Erdman）的恐怖小说《七九大崩溃》（*The Crash of '79*）就描述了这样的情形：靠印制大量货币及让货币浮动来对付金融危机，结果导致了人们对商品的抢购。

20 世纪 20 年代初期，西欧的多数政府都担心高速通货膨胀，试图稳定货币，试图回归到金属货币制的老路上。为了稳定，它们常常采用稳定贷款（stabilization loans），以应对货币在国际金融市场不断贬值的势头。稳定贷款与最后贷款人多少有些类似，但又不完全相同。1924 年，法国法郎受到多重冲击。首先，有许多外国人在 1919～1920 年贬值时购买了法郎，出现了大量票面损失，但他们仍抱住不放，宣称只有在出现恐慌时才会卖出法郎。但最终，他们还是放弃并卖掉法郎。此外，在阿姆斯特丹、维也纳及柏林（甚至可能有德国政府在内），也有很多职业投机商不断卖出法郎，以希望在未来以更低的价格再将其买回。1923～1924 年，德国经历了严重的通货膨胀，很多投机商在德国马克的交易中大赚特赚，并将投机的目光投向了法郎。最后，数以万计的法国人握有大量法郎标价的流动资产，关注着各种信号，如法律对法兰西银行向国家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贷款的限额等。

1924 年 3 月 4 日，恐慌爆发了。法郎汇率从 2 月 17 日的 98 法郎兑 1 英镑跌到 2 月 28 日的 104 法郎兑 1 英镑，3 月 4 日进一步下跌到 107 法郎兑 1 英镑。法国政府与法兰西银行召开紧急会议。J. P. 摩根公司表示愿意提供帮助，但附带一定的条件：6 个月期的循环贷款应该是 1 亿美元而不是 5,000 万美元。托马斯 · W. 拉蒙特代表银行提出 5,000 万美元太少。法兰西银行拒绝用黄金做抵押，但最后还是屈服了，不过找到了一个更体面的办法。接着，英格兰银行的董事，包括罗斯柴尔德和德 · 文德尔（De Wendel）要求国家提出一个稳妥的财务计划。3 月 9 日星期天计划制订完毕，三天后投机商开始聚集。汇率极为艰难地从 123 法郎兑 1 英镑调整到了 116 法郎兑 1 英镑。到 3 月 18 日，法郎上升到了 84 法郎兑换 1 英镑，3 月 24 日又上升到 78 法郎兑换 1 英镑。法兰西银行开始干预，防止法郎进一步升值。对投机商的打击获得了成功。拉蒙特事后写道：“从未有过令我们如此满意的交易。”

但成功仅仅是暂时的。1926 年，法郎又遭受了新的攻击。汇率在 1926 年 7 月曾低至 240 法郎兑 1 英镑。这次实施了保守的普恩加莱（Poincare）改革计划，旨在增加法国财富持有人的信心，吸引他们将资金从伦敦和纽约调回巴黎。汇率很快恢复到 125 法郎兑 1 英镑。

20 世纪 20 年代，在国际联盟的斡旋下，为奥地利、匈牙利安排了稳定贷款，并与伦敦、巴黎和纽约协商，为东欧国家的中央银行安排了稳定贷款。大家最熟知的也许要数“道斯和扬格”（Dows & Yang）贷款。这个计划是利用德国的战争赔款进行的，它的一个关键作用是刺激了美国的外国债券借款。30 年代，由于英镑、日元和美元连续贬值及对马克和先令的封锁，法郎和整个金本位货币区汇率高估。但略具讽刺意味的是，经常提到的建议是法国需要黄金稳定贷款。有人建议黄金应该装在一个透明的车里，就像一辆玻璃灵车，在法国各村镇的大街小巷招摇过市，才会使民众相信政府拥有充足的黄金，以此劝说民众不必囤积金路易。

1931 年持续的通货紧缩，突出了需要一个无论在规模还是在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

形式上都不同于以往的国际最后贷款人。我在其他章节中对此已有详述，特别强调了前面已论及的各种形式问题：需要适时的放款，操作中的政治特点及需要某一国家或某些国家承担体系稳定的责任，缺少这种责任承担者，体系的稳定就无法保证。持相似观点的还有乔根·彼德森（Jørgen Pedrsen）和 R. G. 霍特里（R. G. Hawtrey）及一些英国的经济学家。当时，他们对政府提出的各种建议都收集在苏珊·豪森（Susan Howson）和唐纳德·文奇（Danald Winch）的《经济顾问委员会：1930～1939 年》一书中。

霍特里对 1931 年的分析极具说服力：

1931 年危机与此前危机的不同之处在于其国际性的特点。此前危机的国际性表现在价格的下降和被迫抛售资产对世界市场产生的影响。但债权人的债权只有少部分到期，而 1931 年危机的显著特点是德国和东欧的债权人担心，即使债务人仍然健康，外汇市场也会崩溃。在饱受恐慌打击的外国人把资金撤出伦敦后，英格兰银行才提高利率，但已太晚了。这种恐慌引起的撤资，以前从未出现过……问题的根源在于货币的不稳定。工业衰退、企业破产、银行倒闭、预算赤字、违约行为等都是价格水平下降的结果……因此需要国际最后贷款人。也许有一天国际清算银行会具有一定的预见性……但现实是，这一作用只能由某个外国中央银行或一组外国中央银行合作完成。

霍特里并没有完全意识到适当地完成最后贷款人角色的难度，但他对最后贷款人局限性的理论认识还是很有见地的：

一般而言，如果要给一个处境困难的中央银行信用，就应该充分满足它的需要，不应该有限制。若给的量不足，汇率终究会崩溃，已借出的资金会完全浪费……会有赞成无限授权的情况，一旦授让了信用，就不应提走。要么一分不给，要么毫无限制。但这有风险。无限授信会让这个国家保持金本位，拖长那种迅速变得不可忍受的情况……这样的教训是：如果国家能维持原货币本位，而无不当的紧张局面，就可以无限授信；如果维持平价的努力极端困难，那就不要信贷，让货币贬值。

豪森和文奇列举了 20 世纪 30 年代英国经济学家写给政府的一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

系列报告，其中有一份经济学家委员会报告，经济学家中有委员会主席凯恩斯，成员包括亨德森、庇古、罗宾逊和J. 斯坦普伯爵，海明和卡姆为秘书。报告讨论了中央银行间的广泛合作问题，特别是如何通过国际清算银行来进行短期融资和建立贷款库。其宗旨首先是防止类似战后初期的货币崩溃，其次是恢复“对不受信任国家金融体系的信心。”

1932年7月，英国卖掉了其持有的黄金。当时距1933年世界经济大会还有一段时间，经济信息内阁委员会中，斯坦普为主席，成员有西特林、科尔、凯恩斯、阿尔弗雷德·刘易斯伯爵和弗雷德里克·雷恩—罗斯伯爵，亨德森和海明为秘书，他们发表了一份报告，讨论“国际金融危机”。报告引用了巴杰特的观点，描述了1825年和1847年的危机，讨论了英国无法再扮演最后贷款人的角色，建议由国际清算银行发行称为国际凭证（international certificates）的纸黄金来履行最后贷款人的职能。这个国际凭证类似于36年之后的特别提款权。

1931年5月，奥地利国内第一大银行——维也纳信用公司倒闭，这提供了第一个阻止国际脱媒的机会。奥地利中央银行为了阻止资本外流，将利率维持在很高的水平上，但这同时加剧了经济的脆弱性，当资产价格下跌时，也造成了大量的信贷损失。5月11日的公告披露，维也纳信用公司亏损了1.4亿先令，这几乎是它总资本金的75%。奥地利政府向国际联盟求援。国际联盟在十年前就组织过稳定贷款，于是它转而求助于根据处理赔款的扬格计划而新成立的国际清算银行。奥地利政府要求提供1.5亿先令（约合2,100万美元）的援助，国际清算银行通过11个国家安排了1亿先令。这一过程发生在5月14日到31日之间。到6月5日，信贷已用完，奥地利国家银行又提出新的要求。这次是在6月14日安排的，条件是奥地利只能在两到三年才能得到1.5亿先令的贷款。法国又提出了一个条件，要求奥地利政府放弃与德国刚刚在3月份签订的《海牙同盟条约》，但奥地利政府拒绝了。后来，英格兰银行提供了一笔期限为一周的5,000万先令（约合700万美元）贷款。就在这时，奥地利政府宣布停止将其货币与黄金挂钩，先令开

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

始大幅贬值。

挤兑危机传到了德国。德国银行的财务状况因过度投机、大量的证券冲销、欺诈、银行家间的争吵、银行支持自己的股票及流动储备耗尽而不断恶化。这些现象都是传统危机的特征。当时市场的外来人是达纳特银行的雅各布·古德施密特（Jacob Goldschmidt）。达纳特银行由国民银行和达姆斯塔德银行（Darmstradler）合并而成。其他银行家，如德意志银行的奥斯卡·沃思曼（Oskar Wasserman）等对古德施密特和他的激进经营策略深恶痛绝。事情要追溯到1927年，当时柏林的汉德尔斯塞尔夏夫特（Handelsgesellschaft）放弃了毛织品经营商诺德沃尔（Norddeutsche－wollkammerei）的业务，但达纳特银行却接过了这些业务。1931年6月17日，诺德沃尔倒闭，连累了达纳特银行，但其他银行不愿施以援手，因为它们讨厌古德施密特。除了银行家间的厌恶之外，还有其他复杂的政治和金融上的原因。德国内部的金融动荡已导致大规模的提款，胡佛的延期偿付也仅有轻微的缓冲作用。6月25日安排的一笔1亿美元贷款中，英格兰银行、法兰西银行、纽约联邦储备银行及国际清算银行各出资2,500万美元，贷款期限到7月16日。汉斯·卢瑟（Hans Luther）帝国银行总裁希望贷款规模更大一些，要求不要公布贷款的数目，所以公报仅仅提到安排了充足的贴现。但当实际金额不慎泄露出去时，当时帝国银行6月23日的报表表明储备率只有40.4%，与40%的底线擦边时，就应验了那句谚语：“魔鬼总是在最后出现。”

为此，德国开始寻求新的贷款，但没有进展。德国要求10亿美元，法国只愿考虑提供5亿美元，且附有政治条件。美国担心会出现16亿美元的财政赤字，因此认为国会批准借钱给德国简直是痴心妄想。但它愿意考虑稳定已给予德国的贷款，这也是德国想要的。英国外交大臣阿瑟·亨德森（Arthur Henderson）对贷款的想法很有兴趣，但英格兰银行行长蒙太古·诺曼认为，英格兰银行“已贷出能够贷出的全部金额了。”反对外国贷款的一个理由是，危机是由于国内资金外流而不是由外国的提款引起的。7月20日，大家对放弃贷款的想法已心照不宣。“由于不合实际已被扫在了一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

边”，德国人则依靠内部措施阻止了国内的脱媒现象，并依靠备用协议，要求那些不情愿的外国银行停止资金外流。

继德国之后，英国也于7月中旬出现了挤兑。这部分是由欧洲大陆的亏损引起，部分由麦克米兰报告认为会出现大量的国内预算赤字，及预计有大量的外国资金从伦敦撤走等原因而导致的。自1927年以来，法兰西银行一直通过间接手段将英镑换成黄金，在市场卖出英镑，同时买入英镑远期，然后在到期时换成黄金。法兰西银行的这种手法看上去好像没有将旧的余额转换成黄金，而只是兑换新得到的英镑。不过在1931年夏，法兰西银行非常合作，一英镑也没兑换。7月底，纽约联邦储备银行和法兰西银行分别向英格兰银行提供了1.25亿美元贷款。贷款用完后，英国政府则考虑从纽约和巴黎市场筹集1年期的贷款。英格兰银行报告说，外国银行家不愿向英国贷款，因为英国为救济失业出现了大量预算赤字。工会反对减少对失业的救济，并撤销对工党政府的支持。8月24日工党下台。4天后，形成新的“国民政府”，麦克唐纳再次当选首相，斯诺登（Snowden）为财政大臣。接着，纽约的摩根财团贷出了2亿美元，巴黎的法国财团也贷了2亿美元。这样看来，银行家控制了英国政府。但他们自己解释说，这仅仅反映了20年代摩根对法国人的声明，以及第二次世界大战后其他最后贷款人的声明，他们并没有施加政治条件，而只考虑经济环境，他们觉得有理由拿自己及储户的钱去冒险。这会要求采取一些足以恢复货币信心的措施。

1931年8月5日，应首相麦克唐纳的要求，凯恩斯在写给他的信中提出了一系列建议，包括将英镑贬值，并形成一个以黄金为基础、低于旧平价25%的固定汇率货币单位，使所有英帝国国家、南美、亚洲、中欧、意大利和西班牙等国家加入的建议。这表明他的观点经常变化。信中他指出，如果不能成功地捍卫英镑，继续借钱将是愚蠢的。

2.5亿美元再加4亿美元仍然不够，9月21日，英镑已失去黄金的支持。夏天，法兰西银行对英国的克制态度并没有同等地用于对待美国。荷兰、瑞士和比利时并没有追随法国对英国的态度，因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为它们对体系没有责任，因此只要不引人注目，它们就尽量将英镑换成黄金。法兰西银行和黄金区的其他成员国将7.5亿美元换成黄金。储备减少及美元对英镑及相关货币升值产生的通缩压力是损坏美国银行体系的关键。但纽约联邦储备银行没有提出援助要求，甚至也没有要求暂停兑换。中央银行家的准则要求它们咬紧牙关。这有点让人想起沃尔特·米蒂（Walter Mitty）拒绝在行刑队前蒙上眼睛的故事。1929年，当哈里森问诺曼在纽约银行买的英镑能否换成黄金时，得到一个很简洁的答复："当然，英镑是可兑付的，现在实行的是金本位。"1931年轮到哈里森向莫内特伸出援助之手，他提出愿意把法兰西银行的所有美元换成黄金。

1931年的危机中有五个方面特别引人注目：（1）英国无力扮演最后贷款人的角色；（2）美国不愿扮演这一角色，仅对英国这个"特殊关系国家"提供了有限的帮助；（3）法国想在奥地利和德国（但没有对英国）达到政治目的；（4）1923年后德国的妄想狂们决不提通货膨胀问题；（5）小国不承担责任。

这种分析曾受到多方面的质疑。一位分析家认为第一次世界大战之后需要采取某些手段来恢复世界经济，或者像第二次世界大战后的马歇尔计划（Marshell Plan）之类的措施；另一位分析家认为德国经济在1931年不会因最后贷款而得到恢复，因为德国当局出于政策的目的，决定把经济降温，以摆脱《凡尔赛协议》的约束，特别是有关赔偿的条款约束。

布雷顿森林体系与国际货币安排

20世纪40年代初期，关于如何设立多边经济机制，以增强第一次世界大战后二十年间世界经济的稳定性，引起了人们的广泛争论。为应对各国可能出现的短期国际收支逆差，一家国际性信贷机构随之建立，这家机构就是国际货币基金组织的前身。此外，为帮助各国战后经济重建，另外一家信贷机构也随之成立，后来发展成为国际复兴开发银行（世界银行）。为解决各国贸易争端，并敦促各国消除贸易壁垒，又成立了国际贸易组织。事实上，国际贸易组

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

织并未如期设立，但其另一个替代组织——关税及贸易总协定，却在解决贸易争端中发挥了重要的作用。

关于国际货币基金组织（IMF）前身国际信贷机构的争论两方主要是英国和美国，它们对该机构的组织形态和金融资源有着不同的看法。英国的“凯恩斯计划”建议通过自有资本设立具有独立账户的机构。成员国运用该国际机构分配的储蓄余额进行支付，为本国的贸易逆差融资。而按照美国人的观点，即所谓“怀特计划”，成员国应该将其黄金及外汇储备存进该国际金融机构的账户中，作为该机构的股本。每一个成员国都根据其贸易额及黄金储备持有额拥有一定的额度。各成员国按照各自的额度上缴黄金或外汇储备作为国际机构的股本。成员国可以用本币“购买”该国际机构持有的外币，购买额度也是由其所持有的基金份额决定的。

最终，美国人的观点占了上风，美国人拥有了全世界的货币。而英国人仅仅迫使美国人同意接受两倍的初始出资额。

国际货币基金组织在其成员协议中对其成员国间的汇率安排进行了一系列规定。每个成员国必须上缴基金一定的头寸，以黄金或美元的形式，这一头寸作为原始的货币储备。各成员国货币汇率只能围绕长期均衡汇率在一个相对窄的区间内浮动，长期均衡汇率变动幅度超过10%，必须征得国际货币基金组织的同意。

按照国际货币基金组织的设置形式，虽然能够避免类似20世纪30年代的危机再度上演，但却并不能充当最后贷款人，因为它没有任何自有资本。当其成员国账户出现小幅波动时，国际货币基金组织可以为其提供贷款以熨平这一波动。这无疑增加了基金组织成员国控制其资本流出、维持汇率稳定的能力，但同时也使问题变得更加复杂，基金组织的贷款总是要归还的。1931年危机最重要的教训是应该设立一个最后贷款人，但人们显然并未完全领会这一教训。按照布雷顿森林体系的制度设计，成员国出现经常账户逆差或汇率小幅波动时，可以从国际货币基金组织得到救助。成员国可以采取相应的资本账户限制措施对投机性资本流动加以管制。但国际货币基金组织为其成员国提供的是一种贷款，并不是创造了一种新的国际货币。各成员国从国际货币基金组织贷得的款项也有明确

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的限制。贷款分成四档，每档都有一定的限额，同一年只能使用一个档次的贷款。此外，在第一个黄金档后，信贷主要是国际货币基金组织的宽限期问题，而不是凯恩斯计划所设计的获取权问题。

在二战后的复苏时期，重建融资主要由马歇尔计划提供，国际货币基金组织和世界银行处于附属地位。可以说，直到 1958 年法郎贬值、英镑自由可兑换等事件之后，布雷顿森林体系才真正开始运作。

很快，对资金流动关注不足的问题引起了普遍的重视。事实证明，经常账户的可兑换性不可能维持，资本的流动也难以控制，因为大量资本转移会以进出口融资变化的形式出现，即所谓的“提前和滞后”（lead and lag）。例如，要求一个国家对进口支付现金，而不是用 3 个月的信贷，同时要求它将 3 个月的出口信贷延长到 6 个月，这样，这一国家 6 个月的进出口平均值的储备很快就会丧失。

1960 年，国际货币基金组织通过的协定将一般借款安排（GAB）进行了扩展。根据此安排，十个主要的金融国家，即十国集团，承诺除 144 亿美元的基金配额外（1946 年成立时，十国集团的基金配额只有 78 亿美元），另外增加 60 亿美元，当出现不利的资本流动，而其外汇储备和国际货币基金组织的额度不足以应付时，可以动用该笔资金。但实践证明，新增金额并不足以解决问题。另外，国际货币基金组织政策行为的时效性也饱受质疑。决策是由董事加权投票决定的，董事代表的是其本国利益，需要向国内提出建议，并等待政府指示后再作出帮助危机国家的决定，这个过程可能会长达 3 个星期之久。

20 世纪 50 和 60 年代，第二次世界大战后，热钱的流动与日俱增，第一个原因是通货膨胀导致的价格上升，所有货币汇率下降；第二个原因是各国货币币值与国民收入的提高所致，这意味着可在国与国之间转移的流动性资产更丰富了；第三个原因是各地金融资产所有者的范围扩大了。理查德·库柏尔（Richard Cooper）强调了这种趋势：

通过比较数字可以粗略地看出这种变化：在出现大挤兑的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1947 年 8 月，每天对英镑的投机性交易不足 1 亿美元，而在 1969 年 5 月市场看涨德国马克时，每天的投机性交易额超过了 15 亿美元。1971 年 5 月，一小时内就有 10 多亿美元流入德国。随着不可知的障碍进一步减少，有理由相信交易量会从每天 15 亿美元上升到 150 亿美元，甚至 500 亿美元。

到 20 世纪 90 年代末，外汇市场的日交易量已达 1 万亿美元。新兴市场国家货币的日交易量更是有了爆炸式增长。

国际资本流动的加剧对中央银行维持货币汇率稳定的能力是一项重要的挑战。有些国家的中央银行开始尝试性地卖出外汇远期来捍卫本国货币，这样既能满足抵御固定汇率投机者的需要，也不需要中央银行动用外汇储备（至少在外汇远期合约到期前不必动用外汇储备）。当远期合约到期时，也可以通过转期的方式循环使用这一工具。一些观察家们相信，通过远期市场交易，可以降低中央银行对外汇储备的依赖性。英国 1964 年到 1967 年的经历说明这种观点也有一定局限性。当英格兰银行需交割外汇的远期高达其实际持有的黄金和美元的数倍时，市场就不愿意将旧合约转期，而要求进行货币交割了。至此，早在 1964 年就该发生的贬值拖到了 1967 年，但仍然逃避不掉。

20 世纪 60 年代的一项重要的国际金融创新是巴塞尔协议中关于货币互换网络（swap network）的设立，它通过各国中央银行间的多边合作，共同克服金融危机。美国在巴塞尔协议货币互换网络的形成中起到了领导作用。各国中央银行签订了大量的双边或多变货币互换协议，各家都以外汇为资产，本币为负债，一方的资产为另一方的负债。签订货币互换协议后，一国马上便拥有了相当多的外汇储备，尽管这笔外汇最终还是要归还的，但对于应对暂时性的危机还是很有裨益。最早的货币互换实践是法兰西银行和纽约联邦储备银行在 1962 年 3 月安排一笔 5,000 万美元的贷款时率先采用的。1962 年 6 月，这两家中央银行分别与荷兰和比利时中央银行安排了 5,000 万美元的互换额度，还与加拿大签订了 2.5 亿美元的互换额度。到 7 月，瑞士国民银行也加入进来，签订了 2 亿美元的货币互换协议。1963 年 10 月，纽约联邦储备银行的互换网络已经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

扩展到了11个国家的中央银行，金额达20亿美元。在1966年9月间，网络又从28亿美元扩大到45亿美元。到1968年3月（此时黄金库解散，在中央银行体系之外黄金采用独立的、自由浮动价格体系，即二级体系），进一步扩大到90亿美元。在1973年7月，几经冲击及美元浮动后，网络又从117亿美元增加到了180亿美元。

1961年英镑受到攻击时，主要国家中央银行的代表聚集在瑞士巴塞尔的国际清算银行，筹集了一系列贷款供英国使用，总额达10亿美元。时任美联储高级副主席的查尔斯·库姆斯（Charles Coombs）认为，这是战后国际金融领域的一大突破。10亿美元的资金足以稳定市场，并促使大部分外流的资本回流，打消投机者们炒作英镑的念头。如果资本回流积累的储备尚不足以偿还，不足的部分就由国际货币基金组织对英国提供的信贷额度融资。

这样，国际货币基金组织就退居防卫的第二线。防卫的第一线是货币互换协议中的额度。它已在很多国家发挥了作用：1962年6月，加拿大筹集了10多亿美元；1963年3月，意大利也筹集了10亿美元；1964年秋，英国通过这一协议安排筹集到了20亿美元；1968年7月，法国也安排了一揽子总额为13亿美元的资金，为了捍卫贬值后的法郎，11月又将这一额度扩大到20亿美元。1965年法国决定不对英国提供帮助，这被认为是一个“令人震惊的断绝互助关系”的举动。服从俱乐部的压力与外交政策上独树一帜的愿望无疑都很强烈。“但这对我们毫无影响，英国想要的支持都得到了。”

布雷顿森林体系崩溃的根本原因是美国和德国中央银行的行为，它们过于追求货币政策的相对独立性，却忽视了两国间货币市场是通过离岸市场紧密联系在一起的事实。扩张性货币政策必然引致资本流动加剧。当1972年美国总统大选临近时，美联储开始实施扩张性的政策，而西德总担心通货膨胀，一直保持较高的利率。结果是资金大量流出美国进入西德的欧洲美元市场。

就像1825年、1853年、1871年和1885年一样，低利率的冲击会导致银行放松贷款审核标准。很多总部设在纽约、伦敦、东京

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

及其他金融中心的银行开始随意地向发展中国家放贷。墨西哥、巴西、阿根廷及其他一些发展中国家发现欧洲银行家向它们频频招手，除此以外，苏联及东欧国家也进入了西方信贷体系。

而且，美元在世界的大泛滥使固定汇率制度无法维持，美国并没有耗费多少精力去捍卫其币值。《史密森协定》（*Smithsonian Agreement*）成为了一纸空文。1973 年 2 月，市场美元投机气氛浓厚，其规模之大已是德意志银行和日本银行所无法承受，随着大量资金流向法兰克福，德国马克不得不面临重新估值。德意志银行停止接收美元，德国马克应声升值。

多数经济学家认为，浮动汇率制会扼杀对利率敏感的资本流动，使不同的国家有可能实行独立的货币政策。对于投机性的资本流动是否继续，多数情况下是否稳定，是否只在偶尔的情况下才会产生严重的不稳定性等问题，分歧很大。但他们普遍认为，资本市场将分割成国与国的市场，对汇率风险的忧虑会使大多数金融资本留在国内。实践证明并非如此。许多银行把浮动汇率看成一种鼓励它们从事外汇投机的替代品。

在这种新环境下，原来对最后贷款人的需求在国内产生了，但这仍与国际金融相关——至少是暂时相关。浮动汇率已促成一定规模的外汇投机，许多银行也加入投机者的大军。德国科隆的赫斯塔特银行和纽约的富兰克林国民银行是其中最大的输家，两者均在 1974 年 6 月关闭。赫斯塔特银行在欧洲关闭时，出了一个大问题。它已经收到了外汇交易中应得到的资金，但还没向它的马克交易对手支付。在一段时期，为它担保债务的财团只偏袒德国国内的债务，而不顾外国人的欠款，后才考虑将外国的债务包括进去，因此在境外没有形成冲击波。美国的联邦存款保险公司担保了富兰克林国民银行的最高限额 4 万美元的存款，美联储作为最后贷款人担保了余下的债务。

这些安排是由国际清算银行作出的，体现在所谓的 1975 年 3 月的巴塞尔协议上，它用于解决银行破产时各国的责任问题。这份协议在 1982 年以前已经多少解决了这方面的问题。但在 1982 年，新的问题又出现了。当时米兰的阿姆布罗西亚诺（Ambro-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

siamo）银行的卢森堡子公司拖欠了4亿美元对欧洲银行的债务。意大利银行拒绝赔偿，它依据的法律理由是，卢森堡的机构不是米兰银行的分行，而是一个按照卢森堡法律注册的独立公司，因此其资产与负债并不是总部的一部分。巴塞尔协议的有效性因此受到了质疑。

1973年和1979年石油价格两次剧升，使得中东、墨西哥和委内瑞拉等石油生产国积累了大量美元，结果使多数石油生产国大大增加了支出，石油消费国增加了借贷。石油价格增长刺激了这些国家的消费，并影响到房地产、办公楼、商店等的投资扩张，这也增加了这些国家的信贷。油价的上升进一步刺激了石油的开采与炼制。

80年代早期，北海地区、墨西哥以及其他地区的石油产量大大增加，全球经济萧条拖累了石油需求，使石油价格不断下跌。到1982年中，墨西哥及其他几个产油国相继出现了问题，同时出现问题的还有美国的得克萨斯、俄克拉荷马，加拿大的艾略特及其他地方。

国际最后贷款的方法之一就是国际清算银行1961年3月设计的货币互换协议，但这一手段仅限于主要的发达国家，新兴市场国家难以通过该手段获得帮助。当新兴市场国家出现金融危机时，它们大多求助于国际货币基金组织。但国际货币基金组织通常会对接收救助的国家提出很多条件，其中很多难以为新兴国家所接受，它们只能试图与外国贷款人重新谈判，期望对债务进行重新安排。但通常，外国贷款人同意继续为新兴市场国家提供新贷款的重要条件，就是需要国际货币基金组织的认可。这会让新兴市场国家进退维谷。当其面临苛刻的贷款条件时，它会选择通过“过桥贷款”渡过谈判期的难关。

1982年，纽约联邦储备银行就提供了总额为10亿美元的此类贷款给墨西哥，美国财政部也向墨西哥预付了10亿美元的石油购买款，石油在日后陆续交付给美国的战略储备库。在这次危机中，各方都想通过各种交易渡过危机。双方都想避免违约：对债务人来说，违约可能使他们无法再进入国际金融市场（如果可以从历史

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推论的话），而他们需要外国资本来维持增长。对债权人来说，违约会迫使许多大量从事第三世界贷款的银行冲销呆账，而许多银行对第三世界贷款的规模都超过了银行自身的资本。尽管早期的违约对发达国家的信用体系不是一个大问题，因为影响一般仅限于私人持有的债券，而不会波及银行的贷款，但 20 世纪 80 年代的第三世界债务危机可能会引起整个系统的银行挤兑。

条件（Conditionality）

国际贷款的主要条件是在世界银行和国际货币基金组织对第三世界贷款时提出的。较为普遍的观点认为国际货币基金组织在发放贷款时对借款国的货币政策和财政政策施加了诸多限制。很多放款人在国际和国内贷款中都附加了一定的条件。今天，一些法国的分析家谈到 1924 年稳定贷款展期时，仍对 J. P. 摩根提出的贷款条件耿耿于怀，虽然要求贷款人有义务向他们的放款人保证贷款必须得到偿还，这并无不合理之处。其实英国 1931 年向奥地利和德国发放的贷款也是有条件的，是出于政治目的的。同年夏天，美国和法国给英国的贷款也被视为是银行家的勒索，因为放款人认为，英国 5 月委员会（British May Committee）平衡预算与减少救济（失业福利）的建议是可以完成的。

并不是所有的贷款都是附加条件的。如在某些货币互换贷款中，虽然要求进行“承兑”，但并不附加任何条件。国际清算银行为匈牙利发放过桥贷款时，并未附加任何条件。这部分是由于国际清算银行在一定程度上具有中央银行的心态，也是由于它确信，国际货币基金组织会把它拯救出来。但当七国集团的成员从互换网络进入国际货币基金组织时，它却附加了贷款条件，就像英国 1976 年的情况一样。

墨西哥危机

1994 年，许多拉美国家再度陷入困境，最糟的是墨西哥，农

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

民暴乱、总统候选人被暗杀、地震、高通货膨胀等外部冲击事件接踵而至，导致资本大量外逃，比索急剧贬值，为挽救比索，墨西哥政府出手救市，但其外汇储备很快便被消耗殆尽。1994 年 4 月，美国和加拿大首先出手援救，主要依据是三国在 1993 年 11 月签订的《北美自由贸易区协定法案》中的“特殊关系”。两国提供了共 67 亿美元的信用额度，其中美国提供了 60 亿美元，加拿大提供了 7 亿美元。但危机仍持续发展。1994 年 12 月，比索再次出现危机。部分由于当地的资本外逃，部分由于美国投资者的撤资。1995 年 1 月，美国组织了 500 亿美元的援救基金，其中 200 亿来自美国外汇稳定基金，180 亿来自国际货币基金组织，国际清算银行牵头从欧洲各中央银行筹集了 100 亿美元，另外的 20 亿美元来自加拿大。这一措施发挥了作用。资本外逃趋势得到缓解，很多资本又返回了墨西哥市场。美国只动用了 125 亿美元。到 1995 年秋，墨西哥开始用私募的钱偿还援助。

关于墨西哥 1994 ~ 1995 年的危机拯救行动仍存在一些问题。第一，是道德风险问题，1982 年的危机解困使该国坚信，在以后出现危机时也可以得到同样的帮助。第二，是否应该采取拯救行动，特别是大量的信贷投放会带来进一步的问题。第三，在阻止墨西哥危机的过程中，金融当局是否将传染源切断，防止危机的扩散，像 1931 年 5 月首先发生于奥地利的危机一样扩散到了阿根延和巴西？他们希望他们能做到，但遗憾的是，事实表明他们错了。

巴杰特（Bagehot）认为最后贷款人应不受限制地放贷。超过任何可能需要的数量可以视为不受限制。

东亚金融危机

对始于 1997 年 7 月的东亚金融危机进行责任划分是很困难的。到底应归咎于那些来自发达国家的放纵的放款人，因为他们热衷于分散他们的资产组合；还是应怪罪那些期望通过借款实现快速发展的发展中国家，它们在西方的推动下放松对本国的管制，雄心勃勃地扩大投资，希望以此促进经济的进一步发展。当然，还有一些其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他因素，如印度尼西亚的权贵资本主义（crony capitalism）、泰国政府的软弱、韩国大量的财团以及无处不在的银行坏账等。货币扩张与通货膨胀导致钉住美元的货币币值高估，僵化的日本经济政策使该地区失去了以往的强劲需求，尽管日本人的存款增加在一定程度上起到了最后贷款人的作用。很多欧洲银行在东南亚地区投入了巨量贷款。多数东南亚国家的货币都由于资本大量涌入而被高估，事实上，这些国家的对外经常收支项目是逆差。本币被高估使得这些国家在遇到外部冲击时资本流入迅速减少，本币也迅速贬值。

1997 年 7 月，泰铢率先贬值，并产生了传染效应，进入东南亚国家的外资锐减，资本项目收支很快转为逆差。马来西亚总理马哈蒂尔博士将问题归罪于外国的投机者，特别是美国的投资大鳄——乔治·索罗斯（George Soros），但索罗斯说他并没有卖空林吉特，当时马来西亚正在建设两座世界最高的大楼，林吉特是由于受投资增速过快而贬值的。马来西亚并没有寻求国际货币基金组织的帮助，而是采取了限制资本外流、控制外资投资利益流出的办法。泰国、印度尼西亚及韩国等国家则求助于国际货币基金组织。各方的援助金额，包括 1994 ~ 1995 年对墨西哥援助数额列于表 12.1，该表引自国际清算银行。

表 12.1　　官方财务承诺（最后贷款）

（单位：10 亿美元）

国家	国际货币基金组织	世界银行	亚洲开发银行	双边承诺	总计
泰国	3.9	1.9	2.2	12.1	20.1
印度尼西亚	10.1	4.5	3.5	22.0[a]	30.0
韩国	21.0	10.0	4.0	22.0	57.0
总　计	35.0	16.4	9.7	56.1	117.1
附注：墨西哥	17.8	1.5	1.3[b]	21.0	51.6

注：a. 包括动用了 50 亿美元的印度尼西亚紧急储备。

b. 泛美开发银行。

国际清算银行在其报告中提到，宣布 500 亿美元拯救墨西哥的计划"对阻止外国人信心的滑落产生了有益的心理作用"，并挽救了市场信心。如果危机扩散，就会将大多数拯救未来危机的流动性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

耗尽。而实际情况确是如此，为此美国国会根据政府的提议，准备扩大国际货币基金组织份额，并于 1998 年底带领其他正等待美国领头的国家完成国际货币基金组织的份额扩充。这样，国际货币基金组织就可以在后来俄罗斯与巴西需要帮助时为其提供信贷支持。

国际货币基金组织并不是一家中央银行，也不能创造货币。它通过成员国认缴股本形成资产，除此之外，也通过负债业务筹措资金，并在成员国遭遇危机时对其提供最后的信贷支持。份额认购制度使其有别于一家可发行货币的中央银行，它不能发行任何国内货币。

一个世界性的中央银行作为最后贷款人应该比国际货币基金组织更加有效，但这是不可能的事。在欧盟之外，多数国家将货币发行与控制视为国家主权，在美国，这一点是被写入宪法的。

美国与美元

从 20 世纪 40 年代至 60 年代，美国领导制定了一系列国际金融新规则——国际货币基金组织、世界银行、借款协议、特别提款权、互换网络及黄金储备中心等都是其杰作。20 世纪 80 年代，在帮助发展中国家解决债务危机及解决 90 年代后期的危机中，美国所领导制定的一系列国际金融新规则都起到了重要的作用。此外，当单一国家出现国际支付问题，如墨西哥、韩国等出现支付危机时，美国也起到了重要的领导作用。

20 世纪 80 年代初，美国出现持续贸易逆差，终结了其长达一百年来贸易顺差的局面。1980 年，美国是世界上最大的债权国，其债权总额超过其他国家债权的总和。而到了 2000 年，美国却成为世界上最大的债务国，其债务总额超过世界其他债务国的债务总和。美国的债务额至今仍在不断增加。

美国在 20 世纪 50 和 60 年代的贸易收支为顺差，而在 80 年代以后出现了长期的贸易逆差，两者可以进行类比。美国的贸易逆差不断扩大的主要原因就是作为主要的国际储备货币，其他国家对美元的需求增长远远超过了其他国家所能提供的储备资源的增长。随

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

着其他国家对美元证券和美元资产需求的不断增加，美国出现了长期的贸易逆差。

从20世纪60年代末到70年代初，其他国家继续获得美元资产的意愿不断减弱，如果我们的理论站得住脚的话，这也导致了90年代后半叶美国金融危机的爆发。在20世纪90年代，美国仍然是经济成功的典范，引用一些经济分析家的说法，是低通货膨胀率、低失业率、政府财政盈余、技术进步、经济周期延长及美联储的快速反应驯服了金融危机，因此美国进入了“新时代”。但这些现象并非全部站得住脚，繁荣主要取决于消费者支出，其代价就是资产膨胀与低储蓄率。信用卡债务与破产家庭数都创下了新高。延迟维护已经使基础设施变得脆弱，通过借贷维持的国际收支逆差，再加上大量的债务，以及外国投资者对美元信心的减弱，都将可能构成大的问题。一位英国经济学家曾对“七个无法持续的过程”提出厉声警告，虽然作者不愿谈及发生的时间，但预测问题会在5～15年爆发。美国与美元“失去世界经济与国际金融的领导地位”很可能成为现实。

一些政治学家相信所谓的“制度”，即在领导时期建立起来的合作惯例（他们又称之为“霸权”）。这种合作在80年代相当成功，特别是在财政部长詹姆斯·贝克（James Baker）的计划下，他放弃了善意忽视美元价值的政策，在1985年9月提出了《广场协议》（*Plaza Agreement*），1987年1月提出了《卢浮协议》（*Louvre Agreement*）。但相信七国集团峰会作用的观察家并不多，他们认为这些会议的作用只是一种相片式的仪式与姿态，真正能够制定出有效协议的是由法、德、日、英、美组成的五国集团。

国际货币基金组织和世界银行能否替代日益衰微的美国的领导地位呢？这些在布雷顿森林体系下建立的机构并不是为了帮助美国解决问题的，而是为了帮助解决其他国家问题的。但它们工作进度缓慢，危机时无力解决问题，因为解决危机的决策必须在几小时内作出而不是几星期。此外，这些机构的资金规模太小，无法与今天的市场抗衡，因此，七国中央银行的相互协作成为必要的补充。特别是当面临困难的货币是美元而不是市场规模较小的日元、里拉或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法郎时，这些机构的作用更显得捉襟见肘。

尽管美元存在问题，但由于缺少替代货币，它仍是世界的计价单位，不过其作为支付手段的作用可能在降低。日本自己在问题银行的房地产贷款上也是麻烦不少，德国则忙于将民主德国纳入它的经济一体化进程中。日本和德国一直追随美国及美元的领导，并不挑战其权威地位。在戴高乐总统时代，法国就不断挑战美国的政策和美元的统治地位，但成效不大。现在的法国总统则完全陷于内外交困之中。欧盟可能在经济和财政上逐步强大，最终取代美国的世界经济领导地位。目前世界之所以仍然依靠美国的领导，是因为没有更好的领导。但美国正在后退，对于应付自身的政治问题和经济困难尚且应接不暇，更无暇为提供国际公共品而承担成本。这一制度只在经济稳定时期有效，要在危机中起领导作用还需要更具决定性的因素。未来几年，能避开经济金融危机的可能性仍然微乎其微。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十三章 历史的教训及最为动荡的数十年

在过去的400年间，金融危机一直与我们如影随形。每次危机的进程都惊人地相似：先是随着经济不断增长，投资者的情绪愈发乐观；而后是信贷加速扩张，经济增速加快；紧接着越来越多的投资者重视投资的短期资本利得，而不在乎他们投资资产的劳动生产率的提高。信贷供给的不断增加及对未来经济前景的看好使得投资者更加容易获得信贷支持，家庭财富的增长也导致了消费开支的增加。本书所涉及的最早的投机泡沫事件当属17世纪30年代发生于荷兰的“郁金香花球茎危机”，当时很多投机者的资金都是通过信贷从花球茎出售者那里获得的。荷兰的投资气氛很快由理性变为非理性，经济仅经历了短暂的上升，很快便随着花球茎的价格下跌而掉头向下。1720年，伦敦的南海公司泡沫和巴黎的密西西比泡沫接连发生，两次危机都与金融机构创新有关，也都伴随着信贷供给的快速增长。

很多危机的发生源于特定贷款人的过度负债。偶有经济危机是在几年的时间内快速爆发的，但其进程却并不具有普遍性，这种危机一代人都一定会遇到一次。

20世纪20年代末，美国证券市场泡沫是其国内经济快速发展的副产品。当时，美国汽车业发展得如火如荼，很多国家爆发了电气化革命，社会上弥漫着对经济的乐观预期。1928年，美元债券利率水平上涨，这是美国国内股价不断上涨的必然结果。这一新情况也导致了美国减少购买外国债券，由于获得美元基金的代价更大，很多国家维持本币汇率水平就更加困难了。1929年冬，美国股价泡沫的破裂导致了全球性的经济衰退，很多国家宣布放弃其本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

币与美元间的比价关系以应对出口放缓和黄金投机盛行的形势。20世纪30年代，先后爆发了多场货币危机，先是奥地利先令，再是德国马克，然后是英镑，接着是美元，最终投机甚至渗透至所有金本位货币——包括法国法郎、瑞士法郎及荷兰盾等。到30年代末，很多货币汇率水平仍维持在20年代末的水平，而在这一时期，以美元或其他货币计价的黄金价格增长了75%。

金融危机有时会伴随着大量银行的破产，有时会降低市场对一国维持其货币汇率稳定的信心，有时还会导致股市和房市泡沫的破裂。事实上，所有的金融泡沫都不是孤立的存在，而有着复杂的联系。1720年，伦敦、巴黎同时出现的金融危机并不是巧合，当时很多伦敦的金融机构也在模仿巴黎金融机构进行金融创新。

由于国内存在最后贷款人，当人们对投资品的投资意愿锐减时，最后贷款人出面提供信贷资金，帮助恢复投资信心，因此，纯粹的国内危机越来越少了。20世纪30年代爆发的货币危机一般经历这样的历程：先是投资者担心一国货币难以维持对黄金的比价水平；然后是一国中央银行出面通过提高利率恢复市场信心，使市场相信其能够维持货币黄金比价；加息会使经济收紧，导致商业企业和银行破产；维持货币黄金比价的成本激增，中央银行会突然宣布放弃其维持货币黄金比价的努力；然后，对货币黄金比价的担忧会很快蔓延到其他种类的货币上。

货币贬值的过程引出了这样一个问题：如果存在国际最后贷款人，是否有助于一国维持其货币汇率水平，避免使其坠入“通货紧缩——货币贬值”的恶性循环。国内最后贷款人能够提供充足的信贷，避免货币危机转化为流动性危机。而对国际最后贷款人而言，一个重要的问题就是是否有充足的流动性，避免一国出现货币贬值。一旦一国决定放弃钉住黄金的固定汇率制，在其主要贸易伙伴国以及竞争国中，该国货币出现贬值看上去就是不可避免的。20世纪20年代末到30年代末的10年间，各国通过货币贬值所获得的竞争优势都是暂时的。

当20年代初，人们第一次意识到黄金的稀缺性时，国际储备资产是否出现了显著的增长？或者在30年代末，两次世界大战之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间，货币汇率的变化是否导致了国际储备资产的增长？这是一个两难命题。大量的储备资产并没有成为国际最后贷款人的工具，用于抵御投机冲击。但是，随着国际储备资产总量的增长，金融市场受到投机冲击的频率是越来越低了。

资产价格的变动、货币汇率的调整以及 60 年代初以来银行破产浪潮的愈演愈烈带给我们的历史教训却没有被重视。这一时期是国际金融史上最为动荡的时期，无论从金融危机发生的数量、规模、严重性哪个角度来衡量。在这一时期，更多国家的银行系统崩溃，日本、瑞典、挪威、芬兰、泰国、马来西亚、印度尼西亚、墨西哥、巴西、阿根廷等国的商业银行都曾面临 20% ~50% 的高信贷损失率。在一些国家，为了维持存款保险系统，纳税人支付的成本高达该国 GDP 总量的 15% ~20%。在这些国家发生信贷风险损失的严重程度远远超过 20 世纪 30 年代美国大萧条时的情况。

有时候，银行破产是一类特殊的国家事件。纽约的富兰克林国民银行和克隆的赫斯塔特银行的破产导致了其货币汇率变动的方向性变化，冲蚀了银行资本金，并对该国经济造成了难以估量的损失。里昂信贷银行曾是法国最大的商业银行，其信贷损失总额占总资产比例曾达到 30%，占法国当年 GDP 总量的 3%。但这些银行的倒闭只能算是特例，20 世纪 80 和 90 年代多数银行倒闭都是系统性风险所致，有时甚至会使一国银行系统崩溃。很多国家的商业银行信贷损失也很严重，如果不是因为其属于政府所有，可能也难逃破产厄运。

只有少数国家（如日本和挪威）经历了银行危机后，未出现汇率危机。一些国家（如南非和巴西）经历了汇率危机，却未演变成银行危机。但从墨西哥、阿根廷、泰国、马来西亚、俄罗斯及其他很多国家得到的经验却是，很多国家会同时发生银行危机和汇率危机。

20 世纪 80 年代初期，受石油价格暴跌的影响，美国得克萨斯、俄克拉荷马及路易斯安那等州的很多银行破产；几乎同一时期，美国西北部农业产区的房地产价格暴跌，很多位于爱荷华、堪萨斯等州的商业银行由于受不动产抵押贷款损失拖累而破产。80

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年代初，短期利率水平飙涨，数以千计的美国储贷机构因资不抵债而破产。90年代末，俄罗斯金融危机刚刚结束，美国最大的对冲基金机构——长期资本管理公司就面临崩溃的境地，最终由美联储出面注入资产才得以苟延残喘。

20世纪80年代初期，包括阿根廷、巴西、墨西哥在内的很多发展中国家都有到期外债未能偿还。而到了80年代末期，阿根廷和巴西经历了恶性通货膨胀，其政府连国内债务也无法偿还。2001年，阿根廷又出现国内债务违约。

布雷顿森林体系规定了各成员国实行有调整的浮动汇率制，而在60年代末70年代初，这一体系已经无法维持下去，在此之后，外汇市场出现了数次危机，远远超过历史同期危机发生的频率。1971年8月，美国宣布放弃其一直承诺的35美元兑换1盎司黄金的美元黄金比价，正式宣告了布雷顿森林体系的终结。1972年1月，《史密森协定》(*Smithsonian Agreement*)制定了国际金融新秩序，但也仅仅维持了一年的时间。1973年2月，德国马克、日元及其他工业化国家的货币便开始转向浮动汇率制。

浮动汇率制大行其道后，货币汇率波幅逐渐增大，一国货币与其主要贸易伙伴国货币比值变动很大。事实上，这正是由于各市场参与主体尚没有理解货币汇率自由浮动的真实含义。20世纪80年代初，墨西哥比索、巴西克鲁塞罗、阿根廷比索等主要发展中国家货币升值较为明显。1992年秋，欧洲汇率合作机制破产后，芬兰马卡、瑞典克朗、意大利里拉及其他欧洲国家货币兑德国马克贬值了30%以上。

通过相对购买力平价推导出的汇率波动幅度远远不能解释"汇率低估"和"汇率高估"的剧烈波动。在20世纪70年代末，美元汇率贬值剧烈，远远超过了美国与德国、日本等国在通货膨胀率上的差异。而在80年代初，虽然美国的通货膨胀率远远超过德国，但美元仍然一直维持升值的趋势。90年代末，美国与欧洲的通货膨胀水平接近，但新诞生的欧元（将德国马克、法国法郎、意大利里拉及多种欧洲国家货币融合在内）还是在短短的三个月间贬值了30%以上，而后在2002～2004年才重拾升势。发展中国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家和新兴市场国家货币的低估及高估幅度远远高于发达国家。1994年底至1995年初，正值墨西哥国内政权更迭时期，墨西哥比索贬值了50%。而在1997年下半年，泰铢、马来西亚林吉特、印尼盾等货币的贬值幅度也达到了50%～70%。1998年8月，俄罗斯卢布出现了严重贬值。1999年1月，巴西雷亚尔也出现了严重贬值。2001年1月，阿根廷比索贬值了近70%。

20世纪最后20年，是金融市场最为动荡的二十年，超过了以往任何时期的水平。80年代后半段，日本经历了严重的资产价格泡沫膨胀。房地产价格上涨了9倍，股票价格上涨了6倍，金融资产总量急剧增长。日本经济也经历了持续繁荣。几乎在同一时期，芬兰、挪威、瑞典等国的房地产市场和股票市场也经历了一轮泡沫膨胀。90年代前半段，泰国、马来西亚、印度尼西亚及周边东南亚国家也经历了一轮房地产投资泡沫和股市投资泡沫。90年代末，美国股市价格翻番，很多网络公司和信息科技公司的股价上涨了四倍。

银行倒闭、汇率背离长期均衡水平、房市股市泡沫膨胀等事件之间都是相互联系的，并给经济带来了多重冲击，最终，对跨境资本流动的方向和资金规模产生了深远的影响。银行破产原因不外乎以下几个：本币的快速贬值；房地产价格的快速下跌和股市价格的快速下跌，这些大都出现在危机的第三个阶段——崩溃时期。崩溃之前的阶段是投资狂热，大量跨境资金进入某一个看上去经济发展得不错的国家，该国货币汇率不断走高，房地产价格和股价也不断上涨。

很多冲击是突如其来的，但也有很多冲击是完全可以“预测”的。“可预测的冲击事件”看似一种自相矛盾的说法，因为就字面意思来理解，冲击事件是无法预测的。70年代的墨西哥在其狂热阶段就出现过这样的情形，该国越来越依赖新的国外投资资金，否则便无法偿还其现有外债的利息。在90年代的泰国、印度尼西亚和马来西亚也出现了这样的情形。当到了某一阶段后，放款人不得不放慢其放款的节奏了，虽然无法预测这一过程的准确时间和细节。一个濒临危机的国家很可能在其货币尚未开始贬值时就出现流

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人资金减少的情形，而这正好有利于预测可能到来的冲击事件。同样道理，日本经济到了一定阶段时，不动产价格也停止了上涨的势头，很多依赖借款购入不动产的投资者就面临严重的现金流危机，因为租金收入已经不足以抵补其借款的利息。

金融动荡的原因

跨国资金流动的方向越来越难以揣摩，流动资金的规模也越来越大，这导致了货币冲击事件和信贷市场冲击事件越来越频繁，而这两类冲击事件正是导致自20世纪70年代至今金融市场剧烈动荡的原因。很多冲击事件都是货币冲击事件，导致了货币供给增长率出现了突然的变化，并对预期通货膨胀率和利率水平带来显著的影响。很多冲击事件都是在金融管制放松的背景下出现的，银行信贷投放的增加使得特定群体的投资者能够更容易地获得融资，很多原本被严格限制的投资者突然成了银行信贷投放的“香饽饽”。在很多时候，信贷冲击和货币冲击都是同时出现的，并共同作用对信贷资金的跨国流动造成显著的影响。

一国资金流入量的增加不仅会提高该国货币在外汇市场的汇率水平，而且会推高一国国内证券市场和商品市场的价格水平。在经济繁荣阶段，这种价格水平的上升会使其价格偏离其长期均衡价值。有的冲击会导致放款人将资金贷放给借款人，而这一过程并不会永远持续下去。当国外流入的资金量减少时，该国货币便会出现贬值，有时候，贬值幅度甚至会达到50%～60%。

20世纪60年代后半段，出现了第一次货币冲击事件，当时美国的年通货膨胀率达到5%～6%的水平，而在此之前的二十多年时间里，美国通货膨胀率一直保持在3%以下，明显低于德国及多数西欧国家。随着美元在外汇市场上不断贬值，美国国际收支账户出现了持续逆差。美元有着贬值的要求，而德国马克和日元却有升值的潜力。很多投资者和企业纷纷将其美元资产转换为其他货币标价的资产，以避免承担汇兑损失。由于美国政府不愿接受美元贬值，而德国和日本也不主动调整其本币的汇率水平，最终导致德

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国、日本等国的外汇储备快速增长。到了1971年，美国经济增长明显放缓，通货膨胀率也开始回落，美联储推行更加积极的货币政策。美元利率的降低使得资金由美国流入其他国家的行为加速了，越来越多的资金从纽约流到其他国家的金融中心。

20世纪70年代初，全球的通货膨胀形势进入一个难得的平静期。主要出于以下三个原因：第一，美国增加了货币供给；第二，美国推行更加宽松的货币政策；第三，由于国际收支的巨额顺差，德国、日本及西欧国家都增加了货币供给。

美国通货膨胀率比60年代末德国、荷兰、瑞士等国的通货膨胀率更高，因为美元汇率的重新确定在当时已是不可避免。当时美国的年通货膨胀率比德国高近2个百分点，但仍然没有调整汇率水平，因此，德国马克与其他欧洲货币间的汇率调整也是不可避免的了。

20世纪70年代初，美国及其他工业化国家都推行宽松的货币政策，不断增加货币供给，这带来了全球性的经济繁荣，极大地刺激了初级产品市场的需求，也推高了石油和其他大宗商品的交易价格。更多的产品被生产出来，GDP随之增长。1973年10月，中东战争（Yom Kippur War）爆发，石油需求大大增加，沙特的原油运输船不停地穿梭在与美国、荷兰等地的航程上，原油价格也随之大幅飙升。1980年，第一次两伊战争爆发，原油供应锐减，对世界经济造成严重的影响。

当投资者们预期未来通货膨胀率上升时，他们就会增加对黄金及其他贵金属的购买，或者购买不动产或其他“硬资产”。

随着20世纪70年代末全球通货膨胀率的上升，墨西哥、巴西、阿根廷及其他发展中国家也受到了货币冲击，获得了大量的信贷资产，在整个70年代，其贷款的年增长率甚至达到了30%。伦敦、苏黎世、卢森堡等离岸金融中心有大量的美元资产，很多欧洲、日本的银行利用这些离岸美元为拉美国家的政府和国有企业提供贷款，对传统的美元信贷业务造成了严重的冲击。美国的商业银行为避免其市场份额的丧失，只能被动地加入这一竞争。但是美国对其商业银行国内信贷总额和资产的增加有着严格的限定，美国商

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业银行必须绕开这一限制，美国国内的信贷增长率一般只达到20%左右。

1979年10月，美联储宣布开始采用新的货币政策工具，以抑制严重的通货膨胀，这又构成了一次严重的货币冲击，有人将这一事件称为"沃尔克冲击"。美联储新的货币政策实施后的十周时间，黄金价格创出新高。传统上，美联储只负责稳定利率水平，信贷投放快慢由市场力量自发决定，而在新的货币政策框架下，美联储开始直接控制信贷投放。

银行信贷投放的快速下降使得美元资产的收益率显著提高，这大大抑制了投资，全球经济衰退也随之而来，原油及其他大宗商品的交易价格暴跌。

由于美元利率的提高，墨西哥及其他发展中国家的经济遭受了沉重的打击，其外债总额大大增加，出口总额及出口商品价格飞速下跌。美元资产利率的提高及随之而来的原油价格下跌也对得克萨斯等美国原油产区的经济造成沉重打击，很多银行随之倒闭。土地价格的下跌也打击了美国农业主产区，美国中西部地区的很多银行也难逃破产厄运。随着利率水平的提高，美国储贷协会对其短期存款支付的利率总额大大增加，很多机构吸收短期存款，投放长期信贷，甚至出现贷款利率低于存款利率的"利率倒挂"现象，使其资本金冲蚀严重。

美元资产利率水平的提高、美国预期通货膨胀率的不断下降，这两个因素都刺激投资者购买更多的美元资产，美元开始快速升值。

20世纪80年代前半期，日本商业银行经历了一轮放松管制的阶段，这也是一次剧烈的信贷市场冲击事件。日本商业银行原本受到严格管制，其存款利率、贷款利率水平都由政府制定，政府甚至会直接干涉银行的放贷行为，命令其对关系国计民生的产业提供信贷支持。日本政府放松银行管制出于两方面的考虑。首先，日本国内企业对于信贷的需求已不如从前强烈，继续对银行严加管制的必要性已不太强烈。其次，美国政府频频对日本施压，要求其允许美国商业银行进入日本的信贷市场和资本市场，与日本国内银行展开

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

竞争。

金融管制的放松对日本商业银行有两方面的影响。一方面，日本商业银行的不动产抵押信贷总额快速上涨；另一方面，日本商业银行的分支行和附属机构的数量大大增加。如此一来，储蓄不断从日本国内流至美国和欧洲国家。当时东京和纽约有这样一种说法："如果日本人不再购买美国债券，美国财政部无法为其巨额的财政赤字融资，日本成了美国最大的债主。"很多日本商业银行新设的境外分支机构利用离岸美元在东道国大肆开展信贷业务。为博取更多的市场份额，日本商业银行的信贷利率条件优于其所在东道国本土银行的利率条件，藉此，日本商业银行境外分支机构的信贷规模快速上升。更有甚者，在日本商业银行境外分支机构的信贷支持下，日本投资者在美国及其他发达国家大肆购买不动产——很多办公楼、公寓、高尔夫球场、滑雪场都换成了日本东家。

1985 年春，美元在外汇市场的汇率水平不断走低，这使得日本及很多西欧国家的中央银行不断在外汇市场上买入美元，以抑制其本币不断升值的势头。其结果就是加速了非美元货币的供给。

1990 年初，新上任的日本银行行长宣布控制银行信贷规模的增长，这一政策决定引爆了日本的资产价格泡沫。1990 年当年，日本的不动产和股价就下跌了 30%，1991 年又下跌了 25%。日本经济增长速度显著放缓，日本出口增长，进口萎缩，日元汇率不断升值。随着日元的升值，日本企业的利润空间被大大挤压，为维持其利润空间，很多日本企业选择到中国、泰国及其他东南亚国家投资，生产产品供应其本国市场及美国、欧洲等国市场。很多投资所设立的企业生产的产品都是高附加值的配件，再通过进口的形式运到日本国内。很多日本商业银行也跟随企业在国外发展，信贷规模大大增加。

1989～1990 年，布雷迪债券（Brady Bonds）这一工具应运而生，墨西哥及其他发展中国家可以将其原本不得不宣布违约的短期债券转换为长期债券，并获得美国政府部分担保。通过这种金融创新工具，很多国家走出了被金融制裁的阴影。

墨西哥开始积极地为加入北美自由贸易区而准备。在其国内，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

墨西哥也开始实施保守的货币政策，抑制通货膨胀，对数以千计的国有企业进行了私有化改革，放松了政府对国际贸易和商业行为的严格管制。随着美国、欧洲和日本的企业争相在墨西哥投资设厂，其吸引的外国直接投资也不断增加。墨西哥以比索计价的债券收益率很高，吸引了很多美国货币市场基金纷纷抢购。美国的养老基金和共同基金也增加了对新兴市场国家证券的购买。

1994 年初，一系列的政治突发事件使得进入墨西哥的境外资金锐减。墨西哥南方的一个省出现内战，两个月后，其国内主要政党推出的总统候选人也被刺身亡。墨西哥经常账户逆差占其 GDP 总量的 6%，外资流入的减少使其无法继续对其经常账户融资。

1996 年底，泰国非银行金融机构由于消费信贷损失出现了严重的问题，致使进入泰国的外资锐减。这些专门从事贷款的所谓的非银行金融机构本来就是银行为规避政策管制而设立的，因此，其信贷损失事实上就是银行的信贷损失。1997 年 7 月初，泰国银行的国际储备消耗殆尽，无法维持泰铢的汇率水平，泰铢应声而跌，并引发了传染效应，很多东南亚国家的货币汇率贬值，造成了总额为 1,500 亿美元的贸易逆差。

很多外部冲击事件完全出于偶然：1994 年前几个月，墨西哥发生的政治事件是完全无法被预测的。但 80 年代末，日本房地产价格及股价的暴跌速度之快、程度之深，也是非常出人意料的。但事前可以想到当这些资产价格停止上涨时，价格暴跌是不可避免的。事实上，墨西哥 1994 年的经常账户逆差规模也暗示其经济发展是不可持续的，即使不出现突发的政治事件，其经济崩溃也是不可避免的。同理，泰国及其他东南亚国家 1996 年的经常账户逆差规模也是骇人听闻。一定会有事件出现，使得流入外资规模锐减，并带来本币的贬值，虽然我们无法预测这一事件的性质。日本资产价格泡沫及之后泰国、马来西亚的危机都是积重难返的结果，并不是完全的偶发事件，泡沫迟早要破裂的。同样，美元 80 年代初的贬值也是其价值被高估后的必然回归。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

货币冲击和信贷市场冲击事件的后果

20 世纪 70 年代初至今，我们经历了前所未有的金融动荡年代，这一时期最为显著的特点就是跨国资金剧烈流动。如果用各国对外贸易总额除以 GDP 总额的指标来衡量，不难发现，跨国资金流动的规模超过了以往任何一个时期。当墨西哥处于经济繁荣时期，且国外资金不断流入时，其对外贸易逆差总额占 GDP 的 7%。而当墨西哥陷入危机时，很多境外资金不断抽逃，其对外贸易顺差总额占 GDP 的比例达到 4%。这一资金流的变化如此巨大而突然，对墨西哥比索的汇率水平、比索证券的价格以及墨西哥国内不动产的价格都会产生巨大的影响。墨西哥大量企业倒闭、居民个人破产、银行停业，这又会进一步影响墨西哥国内的资产价格。

对外贸易顺差（逆差）/GDP 总额这一指标的变化源于跨境资金流动的方向和规模的变化。明斯基将信贷供给的变化与跨境资金流动结合起来进行研究。对于一个国家来说，境外资金流入的增加会导致该国本币升值，并会推高该国资本及贸易品的价格水平。跨境资金流入的增加常常伴随着该国国内信贷供给的增加，其结果就是导致经济过度繁荣。

某些信贷冲击和货币冲击会导致流入一国资金的增加，并会导致该国商品、股票、不动产的价格提高，也可能导致一国货币升值。随着本币升值及资本价格的上涨，持有本国债券的投资者的收益率不断提高，人们对未来经济的预期越来越乐观。另一种冲击事件可能导致流入一国资金的减少，结果会导致本币贬值、资产价格下跌，金融危机全面爆发。

这种狂热性（manic - type）的冲击是由于投资者对于投资标的的偏好变化导致的，投资者可能会将其投资兴趣从一种货币标的的投资品种转向另一种货币标的的投资品种。20 世纪 70 年代，很多投资者担心美国通胀率将居高不下，因此，纷纷将其持有的美元投资品种转换成以德国马克、瑞士法郎、英镑等货币标的的投资品种。美元贬值严重，远远超过了购买力平价理论中相对通胀率变化所得出的贬值水平。就在同一时期，黄金价格飙涨，因为很多人坚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信“黄金是最好的通货膨胀避险工具”。事实上，80 年代中后期黄金价格的涨幅远远超过了美国物价水平的涨幅。从 80 年代初开始，很多人认为美国的通货膨胀率将会下降，他们纷纷将其持有的德国马克或其他国家货币标的的证券转换为美元证券，这也使得美元升值的速度远远超过预期。

货币政策执行力度的变化似乎是对跨国资金流动在最近三十年突然加剧情形的一种可能的解释。货币政策的执行力度在最近三十年明显加强，远远超过了在此之前的时期（在那时主要采取钉住的汇率制度，货币政策只需进行被动调整）。而在浮动汇率体制下，一个根本性的变化就是本币汇率不再钉住某一种货币，中央银行有了更大的货币政策自主权，可以灵活运用各种货币政策工具实现本国国内政策目标。当一国货币不再与黄金或其他货币保持固定比价关系时，中央银行就可以对其利率水平和货币供应量增速进行灵活调整。事实上，承诺本币与某种货币间保持固定汇率水平会大大限制中央银行的货币政策行为，更有甚者，会导致持续扩张的货币政策。在固定汇率体制下，一国的通货膨胀率必须与其所钉住货币国（或其主要贸易伙伴国）的通货膨胀率保持一致。而如果没有固定汇率制的约束，一国中央银行可以更灵活地对其通货膨胀率或未来的预期通胀率水平进行调整，从而导致跨境资金流动的变化。因此，跨境资金流动的变化可能由于对中央银行货币政策的变化，或对未来通货膨胀预期的变化更加剧烈所致。

跨境资本流动的增强在一定程度上反映了现在的货币冲击力度远远大于固定汇率制下的冲击力度。货币冲击会改变投资者对某一国通货膨胀率的预期，进而改变未来一段时间的即期汇率水平。美联储在 20 世纪 60 年代末和 70 年代初推行扩张的货币政策，致使很多投资者不得不修正对美国通货膨胀率的预期，并调低其对美元汇率的预期水平。如果所有投资者都将其持有的美元证券出售，将获得的资金用于购买外国证券，就会导致美元在外汇市场价格出现大幅贬值。事实上，投资者不断购买德国马克、瑞士法郎及其他货币标的的资产的行为也降低了他们对美元未来汇率水平的预期。

如果一部分投资者提高其资产组合中非美元资产的比重，美国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经常账户就会出现更大的顺差，这也会导致美元加速贬值，超出“相对通货膨胀率”的水平。仅仅通过相对通货膨胀率预测美元汇率走势是远远不够的，很多投资者倾向于增加非美元证券的投资比重，因此，美元被高估的程度可能超过理论水平。

同样道理，1979 年初，美联储推行紧缩的货币政策，导致很多投资者调低对通货膨胀率的预期水平，调高美元未来在外汇市场上的汇率水平。市场购入美元资产的行为加剧了美元升值预期，如果所有投资者都希望增加投资组合中美元证券的比重，美国经常账户和贸易账户就会出现逆差。这时，也不能仅通过相对通货膨胀率预测未来的汇率水平，因为很多投资者都愿意购入美元资产。

只要投资者愿意调高（调低）其资产组合中某种货币的投资比例，货币汇率的超调和调节不足就是不可避免的。市场汇率水平与通过相对购买力平价理论计算出的汇率水平可能有着显著的差异，有人称之为“良性循环与恶性循环的结合”（vicious and virtuous cycle），也有人称之为“不稳定投机”（destabilizing speculation），都反映了跨境资金流动带来的汇率突然变化。预期通货膨胀率的变化（或称之为各国预期通货膨胀水平的调整）会导致汇率调节不足或超调，其原因就是会带来即期汇率水平的变化。但也有例外，如日本银行在 80 年代中后期主动干预外汇市场，阻止日元升值，但这一货币冲击事件并未对预期通货膨胀产生影响，也未能改变日元被低估的形势。

由于日本股市和房市的泡沫既影响了日本投资者对境外证券的购买，也影响了外国投资者对日本证券的购买，因此，日元供求的变化导致其货币汇率的变化。同理，信贷市场冲击并不会对预期通货膨胀率产生直接影响，也不会对某种货币的长期汇率水平产生影响。在过去的三十年时间里，信贷市场冲击曾影响墨西哥比索、泰铢、美元等货币汇率水平，但那都是由于其变化导致了该种货币标价的资产数量，而该种货币标价的资产正是投资者所愿意持有的。

当一国采取浮动汇率制度时，一国股价或房地产价格的上涨会吸引更多的投资者购买该国货币标价的资产，这会对一国 GDP 总量造成巨大的短期影响，这也正是解释贸易差额占 GDP 比例剧烈

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

变化原因的重要补充。但一国采取固定汇率制度时，国外储蓄资金的大量涌入只会增加中央银行负债表中资产项下的国际储备资产数额，并相应增加其负债项下货币发行的余额，并不会对实体经济造成影响。当然，随着国外投资者购买该国证券资产意愿的增强，该国的资产价格还是会上涨。很多本国投资者将其持有的资产出售给外国投资者，并利用获得的资金购买其他国内投资者持有的资产，最终，一定会导致资产价格的上涨。

当一国采取浮动汇率制度时，国外投资者对本币标价资产的需求会推动本国货币升值。货币汇率的变化会恶化该国的经常项目，相应抵消外资流入带来的国际收支项目的改善。国外储蓄资金的流入会降低该国资本的边际成本，从而促进国内投资支出，同时也会提高国内居民的财富水平，消费开支也随之提高，这是国外储蓄资金流入的短期效应，市场这一看不见的手开始发挥作用。增加的总支出中绝大部分是居民的消费开支，在多数国家，消费总额是投资总额的三至四倍。消费支出的增加必然带来投资支出的减少（与之相对应，当一国采取固定汇率制度时，并不存在这种消费与投资此消彼长的关系，国外储蓄资金的流入只会改变中央银行的资产负债表，不会给实体经济带来实质影响）。这一调整过程的最终结果就是国内储蓄不断减少，跨境资金流入国的投资开支不断增加。

无论是储蓄资金的净流入国还是流出国，看不见的手都会发挥作用。资产价格的相对变动显示了这样一个事实：资金净流入国货币将会升值（而在固定汇率制度下，同样的情况只会导致该国中央银行资产负债表的变化）。货币升值本身并不会对居民储蓄水平造成直接影响，只能通过增加进口需求造成国内产品需求下降，并降低该国 GDP 总量。

看不见的手会导致储蓄资金净流入国 GDP 增速的提高，这是由于随着该国资产价格的上涨，居民所拥有的财富总量增加，消费支出也随之增加。随着投资者财富的积累，很多投资者会通过证券价格和房地产价格的上涨而实现其“财富目标”（wealth targets），并降低储蓄在总资产中的比重。

现在，我们可以找到一国贸易顺差（逆差）占 GDP 总量比例

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这一指标剧烈变化的原因了。首先，储蓄资金的流动触发了汇率的调整，提高了该国资产的边际收益率水平。其次，总财富水平的增加带来了经济的持续繁荣，这也会导致这一指标数值的变化。再次，资金流入提高了该国的投资回报率，投资回报率的提高会吸引更多外部资金的流入，这一反馈机制也会给该指标带来一定的影响。看上去，经济似乎会进入一个持续繁荣的阶段，很多投资者没有意识到外部资金的流入是不会永远持续下去的。

因此，国外储蓄资金的流入会带来一系列的后果，不但促使该国货币升值，而且会推高该国证券价格。于是，持有该国证券资产的投资者就会获得超预期的回报水平，而这又会吸引更多国外资金流入该国。高回报率和高资金流入似乎可以相互促进，相伴而生。当国外储蓄资金流入减缓时，该国资产价格仍会保持惯性上涨，但这时，很多投资者就会预计到未来的价格下跌，并将资金转移出来以避免未来可能的损失。

有这样一条经验，资本流入一般伴随着经济的繁荣。20 世纪 70 年代的墨西哥和其他发展中国家，90 年代前期的墨西哥、泰国及其他亚洲国家，90 年代中后期的美国，都验证了这条经验规律。以上国家在某段时期都经历了货币升值，经济的稳定增长大大减轻了通货膨胀的压力，进出口价格的相对变化也显著提高了经济增速。有时候，资金流入是不可持续的，如有的国家的资金流入很大一部分用于偿还所欠贷款的利息。经济持续繁荣似乎可以解释借款人（至少是相当数量的借款人）为何会忽视未来一定会有调整出现。

跨境资金流动的多变性再次验证了明斯基模型所阐述的信贷供给的不确定性。一国资金流入的增加常常伴随着国内信贷投放的增长。

国际最后贷款人能否带来改观?

自 20 世纪 60 年代中期以来，世界进入了一个金融动荡的年代，而巨额跨国资金的流动正是造成这一情形的原因。随着大量跨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国资金涌入该国，其本币汇率不断升值，同时，本币标价的证券和其他资产也开始升值。20 世纪 80 年代中后期在芬兰、挪威、瑞典出现的资产价格泡沫正是跨境资金大笔涌入的结果。与此类似，泰国、马来西亚及其他亚洲国家在 90 年代早期也出现了资产价格泡沫，究其原因，也是由于来自日本和其他国家的境外资金流入的结果。

随着境外资金被抽回，很多国家就会出现汇率危机。在很多情形下，境外资金的流入都是不可持续的，流入资本增速的降低可能会动摇该国货币不断升值的趋势，升值开始掉头向下，而轻微的贬值很快就会发展成为汇率的快速下跌，形势变得一发不可收拾。

在一国范围内，通常会有一个最后贷款人，而在国际范围内，也会有机构出面扮演最后贷款人的角色。国内最后贷款人通常关注资产价格的非正常上涨，包括房地产价格及其他资产价格的非理性上涨。而国际最后贷款人更关注一国外债水平的不正常变化，因为当一国过度依赖外债或增长太快难以为继时很容易出现金融危机，给该国带来惨重的损失。投资者及其他市场参与主体只能靠自己判断市场形势。

当投资者对风险资产过度追捧，其价格在达到顶点突然下跌时很容易出现清偿危机，这时只能依靠国内最后贷款人出面提供流动性。设立国内最后贷款人并不是仅仅针对商业银行，而是为了增强整个金融体系的稳定性。国际最后贷款人的作用机制较之有显著不同，当一国出现经济过热时，大量资金涌入该国，而当资金抽出时，该国将面临本币大幅贬值的风险，这时，就需要国际最后贷款人为该国提供贷款稳定币值，以避免经济出现大幅波动。当经济过热时，境外资金的大量涌入会导致该国货币升值，而当涌入的境外资金减少时，货币又会出现贬值。这时，一国货币被低估是不可避免的。出口商不可能对相对价格的变动作出迅速反应，实际上，货币汇率贬值使得该国商品的相对竞争力更强了。但在意识到其出口商品竞争力增强后，出口商不可能迅速调整产量，更不可能立即在国外找到合作伙伴，也就是说，会出现调整时滞。在有的国家，由于货币贬值过快，一些有外币贷款的企业由于无法筹措到足够的外

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

汇而不得不倒闭，因为汇率的变化大大提高了它们的还款成本，以至于它们无法偿还其外汇贷款。而企业的破产又会导致国内银行及其他金融机构的倒闭。

1994 年底，墨西哥爆发了危机，美国财政部为了维护其自身利益，出面承担了国际最后贷款人的角色。在当时提供给墨西哥的贷款中，既有来自美国政府的，也有来自国际货币基金组织的。当墨西哥政府宣布获得这些款项后，比索贬值的压力大大减轻。如果美国政府出手救助的时间再早几周，比索被高估的程度就会大大降低，比索贬值对墨西哥经济带来的伤害就会更小。

国际最后贷款人的一项重要职能就是保持对资金大量涌入国家的关注，并对其未来可能因资金流入减缓而出现本币大幅贬值的危险作出警示。当该国货币出现贬值时，国际最后贷款人应对其提供贷款，以降低其本币被高估的程度。国际最后贷款人提供的贷款可以降低危机的传染效应。

20 世纪 40 年代设立的国际货币基金组织就发挥着国际最后贷款人的职能。20 世纪 20 和 30 年代爆发了一系列金融危机事件，人们意识到，如果存在一个国际最后贷款人，境况会出现很大的改观，因此，国际货币基金组织就应运而生了。国际货币基金组织的专家们每年都会与成员国进行两次磋商，对其经济政策进行探讨。可是，当一国对外过度借贷，导致经常账户逆差过大，可能影响该国经济稳定时，国际货币基金组织却极少意识到并作出警示。当一国经济出现崩溃时，国际货币基金组织也极少提供雪中送炭般的贷款。

与其设立的最初目标相比，国际货币基金组织的表现差强人意，但若对此进行深入分析，似乎已经超出了本书的写作范围。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录

历次金融危机简述，1618～1998 年

时　　期	1618～1623 年	1636～1637 年	1690～1696 年
国家（城市）	神圣罗马帝国	荷兰共和国	英国
关联事件	30 年战争	与西班牙战争后的经济繁荣	1688 年光荣革命；1689～1697 年英法战争
投机领域	劣质谷物，以次充好	荷兰东印度公司股票、不动产、外国的郁金香花球茎、普通的郁金香花球茎、运河投资	东印度公司、珠宝、新公司、彩票
货币扩张始于	不同重量、成色、面值的硬币重铸	无首付投资	硬币重铸、1694 年英格兰银行设立
投机高峰时期	1622 年 2 月	1637 年 2 月	1695 年
危机（崩溃、惊恐）	1622 年 2 月	1637 年 2 月	1696 年
最后贷款人	无	无	无

时期	1720 年		1763 年	1772 年	
国家（城市）	英国	法国	阿姆斯特丹	英国	阿姆斯特丹
关联事件	1713 年《乌特勒克条约》（*Treaty of Utrecht*）的签订	1715 年，路易十六之死	七年战争结束	七年战争（十年后的）	
投机领域	南海公司股票、政府债券	密西西比公司、商业票据	商品，主要是白糖	房产、通行税、运河	东印度公司
货币扩张始于	斯沃德布莱德银行	约翰·劳银行	票据融通链	艾尔银行、村镇银行	票据融通链、阿姆斯特丹银行
投机高峰时期	1720 年 4 月	1719 年 12 月	1763 年 1 月		1772 年 6 月
危机（毁灭）爆发	1720 年 9 月	1720 年 5 月	1763 年 9 月		1773 年 1 月
最后贷款人	英格兰银行	无	英格兰银行	英格兰银行	阿姆斯特丹市政府

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

时期	1792 年	1793 年	1797 年	1799 年	1810 年	1815～1816 年
国家（城市）	美国	英国	英国	汉堡	英国	英国
关联事件	1789 年宪法	法国的恐怖统治	新币崩溃、法国土地	与欧洲大陆联系受阻	威灵顿半岛战争	拿破仑战争结束
投机领域	美国国债的复苏	运河	证券、运河	商品	对巴西和斯堪的纳维亚的出口	对美国和欧洲大陆国家的商品出口
货币扩张始于	美国财政部按面值接受公众持有的美国银行股票	法国的资本流入	村镇银行	村镇银行	村镇银行	银行
投机高峰时期	1792 年 1 月	1792 年 11 月	1796 年	1799 年	1809 年	1815 年
危机（毁灭）爆发	1792 年 3 月	1793 年 2 月	1797 年 2～6 月	1797 年 8～11 月	1810 年，1811 年 1 月	1816 年
最后贷款人	美国财政部通过公开市场收购，延期的海关收据	汇票	汇票、黄金	汇票	汇票	?

时期	1819 年		1825 年	1828 年	1836 年	1837 年	1838 年
国家（城市）	英国	美国	英国	法国	英国	美国	法国
关联事件	滑铁卢战役		巴林危机解决；利率下跌	利率下跌	纺织业繁荣	杰克逊总统上台	1830 年 7 月君主制复辟
投机领域	商品、证券	生产、航运	拉美国家债券、矿山、棉花	运河、棉花、建设	棉花、铁路	棉花、土地	棉花、建筑
货币扩张始于	商业银行	美国商业银行	分批出售国债、村镇银行	巴黎银行	股份制银行	小型银行	地区银行
投机高峰时期	1818 年 12 月	1818 年 8 月	1825 年初		1836 年 4 月	1836 年 11 月	
危机（毁灭）爆发	无	1818 年 11 月至 1819 年 6 月	1825 年 12 月	1827 年 12 月	1836 年 12 月	1837 年 9 月	1837 年 6 月
最后贷款人	不需要	财政部特别存款	英格兰银行	巴黎银行、巴塞尔银行、法兰西银行	在英格兰银行的帮助下，法兰西银行和汉堡银行作为最后贷款人		

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

时期	1847 年	1848 年	1857 年		
国家（城市）	英国	欧洲大陆国家	美国	英国	欧洲大陆国家
关联事件	马铃薯晚疫病（potato blight），小麦歉收			克里米亚战争（Crimean War）结束	
投机领域	铁路、粮食	铁路、粮食、殖民地建设	铁路、公共土地	铁路、粮食	铁路、重工业
货币扩张始于	铁路债券的分期出售	地区银行	金矿探明、清算所	银行并购、清算所	信用流动公司、新的德国商业银行
投机高峰时期	1847 年 1 月	1848 年 3～4 月	1856 年底	1857 年 3 月	
危机（崩溃、惊恐）	1847 年 10 月	1848 年 3 月	1857 年 8 月	1857 年 10 月	1857 年 11 月
最后贷款人	1844 年《银行法》的中止	英格兰银行对法兰西银行提供贷款、俄罗斯购买法国公债	英国资金的流入	1844 年《银行法》的中止	汉堡的 Silberzug

时期	1864 年	1866 年	1873 年		1882 年
国家（城市）	法国	英国/意大利	德国/奥地利	美国	法国
关联事件	国内战争的结束		普法战争赔款	1872 年诈骗败露	东南欧的扩张
投机领域	棉花、船运企业		地产、铁路、证券、商品	铁路、土地、芝加哥地产	新设立银行的股票、里昂证券
货币扩张始于	信用流动公司	合资票据贴现所	新的工业银行、掮客银行、建设银行	短期信用、欧洲资本的流入	透支购买证券
投机高峰时期	1863 年	1865 年 7 月	1872 年秋	1873 年 3 月	1881 年 12 月
危机（毁灭）爆发	1864 年 1 月	1866 年 5 月	1873 年 5 月	1873 年 9 月	1882 年 1 月
最后贷款人	到期票据	《银行法》的中止；意大利放弃多党执政	无	无	从巴黎的银行家处得到有限的帮助

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

时期	1890 年	1893 年		1907 年		1920～1921 年
国家（城市）	英国	美国	澳大利亚	美国	法国/意大利	英国/美国
关联事件	阿根廷收回南方岛屿、巴西的咖啡、智利的硝酸盐、南非的黄金	1890 年《谢尔曼白银法案》	城市数量的激增	日俄战争 旧金山大地震		战后复苏的结束
投机领域	阿根廷证券、私人公司的公开上市	白银、黄金	土地、金矿	咖啡、美国太平洋公司	银行提供的工业贷款	证券、船舶、大宗商品、存货
货币扩张始于	葛逊转换	收缩	资本流入	信托公司	意大利一家商业银行	银行
投机高峰时期	1890 年 8 月	1892 年 12 月	1891 年	1907 年初	1906 年 3 月	1920 年夏
危机（崩溃、惊恐）	1890 年 11 月	1893 年 5 月	1893 年春	1907 年 10 月	1907 年 8 月	1921 年春
最后贷款人	巴林银行担保的债务、法兰西银行、俄罗斯提供给英国的黄金贷款	1893 年 8 月对《谢尔曼白银法案》的反对	无	从英国筹措的 1 亿美元	意大利银行	无

时期	1929 年	1931～1933 年	20 世纪 50 和 60 年代	1974～1975 年	
国家（城市）	美国	欧洲	全球	美国	全球
关联事件	战后经济繁荣末期	美国对外贷款的削减	毫无微观经济基础的可转债	欧佩克 1973 年原油提价，导致布雷顿森林体系瓦解	
投机领域	1925 年的土地、1928～1929 年的股票	不适用	外汇	股票、不动产抵押信托凭证、写字楼、船舶、波音 747 飞机	
货币扩张始于	股票买卖的保证金交易	美国对外贷款	不适用	1970～1971 年欧洲美元市场泛滥	
投机高峰时期	1929 年 9 月	1929 年	对各国货币的投资高峰时期如下	1973 年	
危机（崩溃、惊恐）	1929 年 10 月	1931 年 5 月，奥地利危机；1931 年 6 月，德国危机；1931 年 9 月，英国危机；1931 年 12 月，日本危机；1933 年 3 月，美国危机	1958 年，法国；1962 年，加拿大；1963 年，意大利；1964 年，英国；1968 年，法国；1973 年，美国……	1974～1975 年	
最后贷款人	纽约联邦储备银行的公开市场操作行为（并不充分）	美法两国政府的共同努力	国际清算银行的货币互换网络	国际清算银行的货币互换网络	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

时期	1979～1982 年		1982～1987 年
国家（城市）	美国	全球	美国
关联事件	第三世界国家的辛迪加银团贷款、欧佩克 1979 年提高原油价格、美国西南部房地产价格、美国农场、美元汇率		股票市场、豪宅、写字楼、美元
投机高峰时期	1979 年		1985 年，美元危机；1987 年，股市崩溃；1987 年，房市崩溃
危机（崩溃、惊恐）	1979 年，美元危机爆发；1979 年，美国农场危机爆发；1980 年，石油危机爆发；1982 年，第三世界债务危机爆发		1987 年 10 月 19 日，美国股市“黑色星期五”
最后贷款人	国际货币基金组织、纽约联邦储备银行、美国政府都为墨西哥债务提供了融资、农业贷款银行董事会（Farm Loan Bank Board）		纽约联邦储备银行的公开市场行为、美国存款保险公司（FDIC）、美国联邦储贷保险公司（FSLIC）、货币互换网络

时期	1990 年	1994～1995 年	1997～1998 年
国家（城市）	日本	墨西哥	泰国、印度尼西亚、马来西亚、韩国、俄罗斯、巴西
关联事件	日经 225 指数，日本房市	重新管制、资本流入流出、国内经济繁荣	重新管制、资本流入流出、国外借贷
货币扩张始于	1986 年，利率折让	资本流入、银行贷款、1991 年国内新银行的设立、1991 年全国性银行的私有化	银行贷款、建筑投机热、权益资本主义
投机高峰时期	1989 年上半年	1994～1995 年	1997～1998 年
危机（崩溃、惊恐）	1990 年 1 月	1994～1995 年	1997～1998 年
最后贷款人	法国财政部及日本银行，但其反应较为迟钝	美国稳定基金、国际货币基金组织、泛美开发银行（IADB）	国际货币基金组织、世界银行、亚洲开发银行、双边贷款

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“有一个同事曾经提议以一个数学模型来装点这本书。这可能对某些读者有用，但对我而言，用处不大。”

“核心问题是投机究竟是市场稳定因素还是不稳定因素——换句话说，市场是否总是理性的。”

“我们要强调的更为基本的一点是，在任何时候，要正确地建立货币机制都存在很大的困难，而且不可能使之永远正确。”

“我们的结论是从长期的角度来看，货币供应量应固定不变，但在短期的危机期间它应当是富有弹性的。”

“经济过热时，政府部门和官员的错误、渎职及贪污等行为一经揭露，往往会加速经济崩溃与市场恐慌。历史清楚地表明，欺诈是经济繁荣时期贪婪地追求财富的必然结果……对此，笔者很难控制讽刺的口气。书中将尽量克服。”

查尔斯·P.金德尔伯格：在麻省理工学院经济系任教33年。经济史学家，同时也是一位多产的作者，发表了众多优秀作品。

罗伯特·Z.阿利伯：芝加哥大学商学院国际经济与金融系教授，自1965年开始即在芝加哥大学任教。

上架类别○金融史

ISBN 978-7-5049-5816-7



网上书店 www.chinafph.com

定价：48.00元